L'eurozona fra il pericolo della dissoluzione e l'occasione di un ripensamento

Massimo Amato - 11/04/2020 [social and political notes]

Premessa

Lo shock estremo a cui è sottoposta l'eurozona non solo si inserisce su una congiuntura che non sarebbe stata favorevole nemmeno senza il virus (DG ECFIN 2020), ma mette alla prova l'architettura stessa dell'eurozona, che si rivela difettosa fin dal suo primo disegno. Insomma, piove, piove sul bagnato, e sotto il bagnato c'è un dissesto idrogeologico.

Mentre non si esita, anche da posizioni "conservatrici" (Codogno e van den Noord 2020b), a ritenere auspicabile in risposta a uno shock intenso e simmetrico, quantomeno nel suo impatto iniziale, una reazione fiscale intensa e simmetrica, sulle modalità di finanziamento invece ci si divide, e si avanza a tentoni. Da una parte chi sostiene la necessità "***eurobond***" ha difficoltà a dire come costruirli in modo non solo efficiente, ma anche conforme ai vincoli istituzionali derivanti dall'architettura stessa dell'Unione. Dall'altra, chi sostiene la viabilità incondizionata delle soluzioni "alla MES", sottovaluta gli effetti potenzialmente devastanti che deriverebbero sugli spread in eurozona. Si sostiene, aproblematicamente o addirittura sofisticamente, che il **MES** non solo è l'unica strada ma è anche la più giusta, per evitare il famigerato *moral hazard* (Bisin et al 2020, Cottarelli et al 2020), e non si vede, o si fa finta di non vedere, lo svantaggio sistemico che deriverebbe dall'oggettivo indebolimento dell'eurozona che l'aumento degli spread genererebbe.

La soluzione, o meglio il compromesso faticosamente distillato dall'eurogruppo il 9 aprile scorso, al di là delle apparenze non cambia la sostanza. È un compromesso, appunto, fatto per prendere tempo. Da una parte si allentano le condizionalità del MES, ma solo per spese sanitarie. Dall'altra le si mantengono per altri eventuali ricorsi al MES, peraltro limitati quantitativamente ben al di sotto di quelle che sarebbero le reali esigenze di uno stato che vi dovessero ricorrere. Da una parte si esclude l'ipotesi eurobond, ma dall'altra si apre a un'ipotesi "fondo" non meglio definita, anche perché definirla esula dalle prerogative dell'eurogruppo, che quindi l'ha definita come definibile "più in là".

Si prende tempo, e si fa bene a prenderlo perché in questo quadro qualunque decisione definitiva, o se si vuole qualunque "soluzione finale", rischia, prima ancora che di rivelarsi deleteria, di essere smentita dall'evoluzione della situazione. Penso soprattutto al ruolo di ago della bilancia che incombe alla Francia. La qual non ha ancora tutti gli elementi per misurare dove stia la sua convenienza nazionale: se nel continuare ad allinearsi alle scelte tedesche o nel provare a guidare una "coalizione del sud". E forse, se ben guardiamo al suo dibattito interno, e a come di conseguenza si comporta nei confronti dell'Olanda, nemmeno la stessa Germania sa che cosa davvero le conviene.

Quindi si prende tempo: potremmo dire lo si compra, posto che la **BCE** continua a essere autorizzata a difendere la "linea del Piave", e a tenere, *autant bien que mal*, sotto controllo gli spread. Quanto costi questo tempo dipenderà anche da come esso verrà usato, se per perderlo o per trovare soluzioni strutturali di medio periodo.

Ma per anche solo delinearle, le soluzioni strutturali, serve lungimiranza. E lo sguardo lungo sul futuro deve, per essere uno sguardo fermo, basarsi anche sullo sguardo lungo sul passato. In tal modo, le decisioni presenti potrebbero avere una qualche sensatezza politica, e orientarsi scientemente su scelte di cooperazione, *paganti per tutti*. Invece di trastullarci gesuiticamente con il *moral hazard* (Bisin et al 2020 ? per una critica puntuale, Lucarelli 2020), dovremmo chiederci, in omaggio a Pascal, come è fatta in Europa oggi *la scommessa che ci conviene fare*.

La storia dei debiti pubblici e del loro finanziamento in eurozona conosce un "peccato originale" (o più laicamente un rimosso), tre fasi e, oggi, un ritorno del rimosso, rispetto al quale, sempre laicamente, non è caso di fare penitenza, ma è bene trovare il

modo di uscirsene una volta per tutte.

1. Il peccato rimosso

È presto detto: di un'unione monetaria nata zoppa (una moneta senza stato, come strumento per fare lo stato attraverso il mercato) la componente più zoppicante è stata proprio il trattamento dei debiti pubblici. Una moneta unica, una banca centrale "centralizzata", in prospettiva un'unione bancaria, ma i debiti lasciati all'autodisciplina degli stati, cioè, in ultima analisi, alla disciplina dei mercati (si veda l'indimenticabile Giavazzi e Pagano 1991).

Del resto, dal punto di vista dell'architettura istituzionale, non c'era altra strada: il *non* aver imboccato la strada delle cessioni di sovranità implicate da una struttura compiutamente federale, con un vero budget e con risorse federali, impediva anche solo di pensare all'emissione di bond comuni dell'eurozona, che solo in un contesto federale avrebbero potuto essere acquisiti, in caso di bisogno, dalla BCE. Se non fai gli Stati Uniti d'Europa, non hai né la Fed né i T-bill.

Poco male, si è detto, ci sono i mercati "efficienti". Bisogna davvero crederci a questa efficienza, soprattutto dopo il lavoro di Shiller sul tema [Shiller 2003]. In ogni caso, "efficienza", se significa qualcosa, può significare solo la capacità dei mercati di dare prezzi *in linea con i fondamentali*. I fondamentali in finanza hanno a che fare con il rischio, il quale non può essere negativo, così come, in assenza di distorsioni, non può esser negativo il tasso risk free. Tuttavia la costatazione di un allineamento, anche per un periodo relativamente lungo, dei prezzi *di mercato* con i fondamentali resta una pura costatazione *di fatto*, che di per sé non è ancora la prova di nulla *in linea di principio*. Con il che possiamo venire ai tre passi della nostra poco edificante ma assai istruttiva storia.

2. La storia

2.1 La *belle époque*

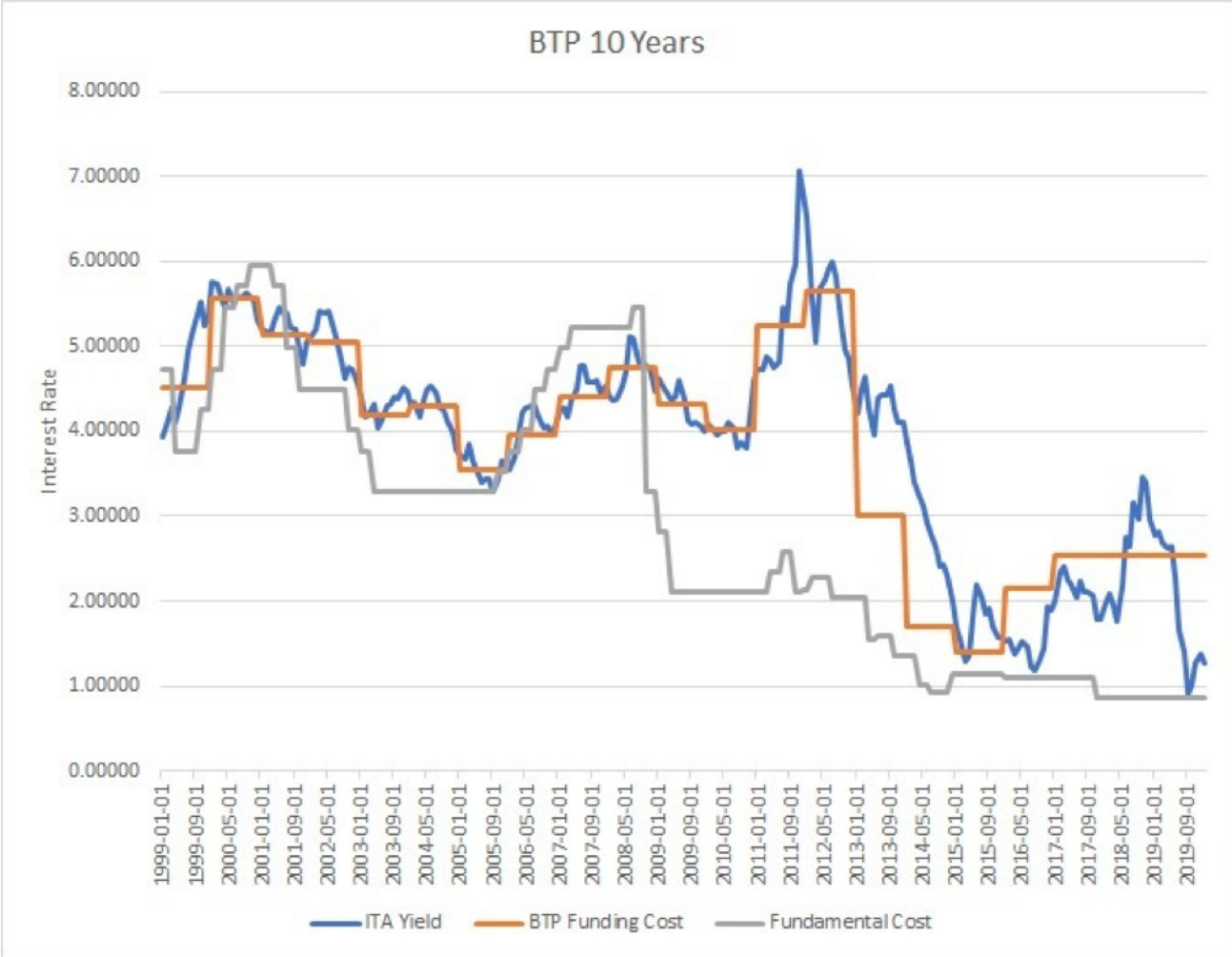
A partire dal varo dell'euro, se non addirittura da prima, i mercati finanziari, liberalizzati sotto la sapiente guida di Jacques Delors (Abdelal 2007) hanno veicolato massicci flussi di capitali dal centro alla periferia dell'eurozona. Guidati dalla ricerca di rendimenti maggiori e rassicurati dalla sparizione del rischio di cambio, i flussi sono stati talmente abbondanti da ridurre spread fino a quel momento alimentati dal rischio di cambio. Questo ha significato per l'Italia il miglioramento delle condizioni di indebitamento, che hanno in effetti portato a una (temporanea) inversione del trend di crescita del rapporto debito PIL. Non entro qui nella polemica su quando avrebbe potuto fare l'Italia di più di quanto ha fatto. Mi limito a osservare che l'Italia, che entra nell'euro con un rapporto debito/Pil di 106,4 ma un rating di tutto rispetto (Fitch AA-) si guadagna subito un upgrade ad AA nel giugno del 2002. Questo rating l'Italia se lo porta dietro, con qualche minima oscillazione, fino al 2012. E i rendimenti dei suoi titoli pubblici si allineano al differenziale di rating con bond più sicuri (eminentemente "nordici"). Resta tuttavia legittima la domanda: i mercati sono stati "efficienti", o hanno semplicemente mostrato la precisione bigiornaliera dell'orologio rotto? Per rispondere basta prendere atto di cosa succede con la fine della *belle époque*.

2.2. La crisi dei debiti sovrani

Scatenata dalla crisi greca, la crisi dei debiti sovrani ha conosciuto varie interpretazioni. Quella avanzata da Luca Fantacci e il sottoscritto già nel 2012[1] ("la crisi dei debiti sovrani è in realtà una crisi dei debiti esteri", originata cioè dai crescenti imbalances resi possibili dalla moneta unica) è diventata una tesi largamente condivisa (Baldwin et al 2015). Ma ciò che importa qui non è la causa quanto l'effetto: *sudden stop* dei *capital flows* e rientro precipitoso dei capitali dalla periferia verso il centro. Un rientro "attutito" dal gonfiarsi dei saldi Target2, che hanno dato il loro contributo a non trasformare il contromovimento di capitali in una crisi conclamata dell'euro. Di certo, tutta questa peristalsi non ha mancato di impattare sui debiti pubblici e la loro sostenibilità sui mercati. A partire dal 2011 intervengono, per l'Italia, i declassamenti (2011 A+; 2012 A-; 2013 BBB; 2014 BBB-; 2017 BBB). Ma quello che è dato di osservare è che i rendimenti dei titoli italiani iniziano a quel punto a

divergere *molto* più di quanto non sia *spiegabile* con le divergenze nel rating.

Figura 1. Rendimento dei titoli italiani



Fonte: Elaborazioni mie e di E. Belloni, che ringrazio, su dati MEF, S&P, Eurostat

Il grafico inoltre mostra bene che il *funding cost* è trainato dai mercati: le aste del BTP, di fatto, anziché essere condizionate dalla struttura dei tassi di interesse sono invece influenzate dall'andamento degli rendimenti di mercato. Con la conseguenza che l'esposizione al rischio spread è molto forte per l'Italia.

2.3 Whatever-it-takes-and-believe-me-it-will-be-enough

Ritornando alla tenuta dell'euro, noi tutti sappiamo che la crisi dell'euro è stata evitata nel luglio 2012 dal programma draghiano inaugurato con il discorso del "whatever it takes". Da quel momento, e con un certo ritardo rispetto agli Usa, il bilancio della BCE ha cominciato a espandersi in chiave anticiclica. L'imponente apparato messo in campo da Draghi, che lo ha esposto all'accusa di aver indebitamente forzato l'interpretazione dello statuto delle BCE, ha contrastato un attacco all'euro che prendeva precisamente la forma di una divergenza abnorme, *e da un certo punto in poi del tutto autoalimentantesi*, dei rendimenti sui titoli di stato. Le politiche della BCE hanno per certi versi validamente contrastato questa tendenza, *ma non l'hanno affatto vinta*. In sintesi potremmo dire: la BCE ha *congelato* una dinamica, ma non ne ha tolto la ragion d'essere, né tantomeno l'ha invertita, ottenendo un ritorno ai "fondamentali" *per tutti* (del resto è ovvio: o per tutti o per nessuno…), *e questo proprio per le modalità del suo intervento*

.

3. Intermezzo, in chiave di sol(fa)

Dobbiamo soffermarci sul ruolo della regola del *capital key*, prima parlando dei suoi effetti distorsivi e poi considerando le opzioni alternative, in vista del toglimento delle distorsioni. Ora, l'effetto distorsivo è evidente. La regola segue una logica "cencelliana", per cui se la BCE aiuta uno stato sotto attacco spread, comprando i suoi titoli, deve comprare anche i titoli di tutti gli altri paesi, in proporzione. Quindi, se da una parte l'esplosione dello spread viene fermata in termini assoluti, *in termini relativi* la divergenza fra i diversi rendimenti rimane, come se si fosse operata una traslazione degli assi cartesiani.

Tuttavia non tutte le traslazioni sono neutre, e non tutto è relativo: gli acquisti automatici di titoli AAA (in primis i bund) non si sono limitati ad abbassarne i rendimenti, *ma li hanno sospinti in zona negativa*. Ciò pone un problema logico e un problema politico. Possiamo non prenderli in considerazione e cantare la solita solfa dei mercati che, *infallibilmente*, "premiano" le formiche e puniscono le cicale. Se invece non li prendiamo come cattivi succedanei del già problematico Dio della teodicea, allora i problemi dobbiamo porceli.

Problema logico: i rendimenti negativi sfidano la logica finanziaria, dal momento che invertono il normale senso della relazione che lega in finanza il presente con il futuro. Il tasso di inter-esse si chiama così perché colma il vuoto fra un presente certo e un futuro incerto. Se lo colma, è positivo. Se è negativo, lo scava ancora di più.

Se è possibile trovare una spiegazione nel comportamento dei mercati dell'esistenza di rendimenti negativi, ciò che deve esser escluso è che essi spieghino il rischio fondamentale. Il quale può esser nullo, *ma non negativo*. Evidentemente tutto ciò si spiega con un "rischio di liquidità": quel rischio che in tempi normali gravita attorno ai fondamentali, ma che in tempi anormali se ne può discostare *ad libitum*.

Problema politico: in ogni caso i rendimenti negativi, che sono l'altra faccia di quella divergenza che gonfia gli spread per via di una percezione amplificata e distorta del rischio di liquidità, indicano che, almeno dal 2012, siamo in presenza di una *cattiva mutualizzazione*, indotta dall'inefficienza del mercato, a sua volta alimentata dal *capital key* di BCE. Come è stato già osservato (Stirati 2020, Cesaratto 2020), di fatto essa implica un trasferimento di risorse dai paesi sotto attacco ai paesi che beneficiano di un *flight to quality* altrettanto distorto quanto il *flight from liquidity risk*.

Qui siamo. Ma allora che fare?

4. Che fare?

La prima cosa da fare in un tempo di emergenza come questo, verrebbe da dire, è rimuovere il *capital key*, lasciando alla BCE un più ampio margine di manovra e un grado in più di libertà. È evidente, infatti, che solo così la BCE può tenere la "linea del Piave" rispetto a movimenti dei mercati che non potranno nei prossimi tempi che essere ancora più volatili e distorcenti. In parte è stato già fatto, molti insistono perché lo si faccia ancora di più (Fassina 2020).

Resta il fatto che tale sospensione sarebbe una misura di emergenza, impossibilitata a diventare strutturale se non a prezzo di una indebita concentrazione di potere, arbitrario e senza *checks and balances*, nella BCE, oppure di una radicale trasformazione della BCE, e quindi anche della UE.

Proprio qui però il rimosso *ritorna*. Il metodo cencelliano del *capital key* non è il risultato di un temporaneo appannamento della razionalità dei regolatori: esso riflette necessariamente la decisione originaria di *non* mettere insieme i debiti pubblici degli stati dell'eurozona, di *non* dotarsi dunque della possibilità di emettere eurobond, e in ultima analisi di *non* avere una banca centrale che "dialoghi" col Tesoro sul modello della FED. In questo senso il *capital key* non può essere tolto senza rimettere tutto questo in gioco.

Certo, si potrebbe obiettare, potrebbero essere elaborati altri criteri, per esempio quello per cui le operazioni della BCE sono autorizzate in vista di mantenere i rendimenti di tutti i debiti in linea con i fondamentali degli emittenti, correggendo e assorbendo le *vagaries* di mercati senza un punto di riferimento certo per operare i loro calcoli, e in cerca disperata di asset *davvero* safe.

Ma a quel punto, prima di chiederci chi possa comprare il safe asset, dovremmo chiederci chi possa oggi, in questo stato istituzionale in cui ci troviamo, *emettere* un safe asset. Perché, per comprarlo, bisogna che ci sia.

5. Safe asset

Un asset è davvero *safe* quando le aspettative di lungo periodo circa suo valore nominale sono stabili, anche in caso di shock sistemici (Caballero et al 2017, Amato et al 2020). Per questo il rendimento di un vero *safe asset* non solo è ragionevolmente stabile, ma è anche *positivo*.

Oltre a rispettare le norme elementari dello spazio finanziario, un *safe asset* così fatto ha il pregio di stabilizzare cicli di liquidità delle banche e portafogli di assicurazioni e fondi pensione. Non si insiste mai abbastanza sugli effetti deleteri a medio-lungo termine dei rendimenti negativi sulla stabilità dei sistemi pensionistici e assicurativi dei paesi del nord che, oltre a beneficiare del *flight to quality*, operano sistematicamente anche un *flight to local*. Non è affatto un caso che la questione del *safe asset* sia entrata nel dibattito dal 2012. E che oggi ne se riparli (Codogno e van den Noord 2020a) è ancora meno un caso. Giacché le condizioni di esistenza di un *safe asset* coincidono attualmente con le condizioni di esistenza di ciò che nel dibattito chiamiamo impropriamente "eurobond".

L'espansione fiscale che sarà necessaria su scala europea per far fronte alla crisi economica scatenata dall'emergenza sanitaria (Realfonzo 2020) esige uno strumento europeo, che non faccia ricadere il peso sui più deboli (cattiva mutualizzazione attraverso le inefficienze dei mercati), ma nemmeno presupponga come condizione necessaria un'esplicita mutualizzazione, che in effetti richiederebbe una revisione radicale dei rapporti fra membri dell'eurozona.

Il ricorso al MES farebbe ricadere nella prima ipotesi, le proposte fino ad ora espresse di eurobond farebbero ricadere nella seconda. Tuttavia è pensabile una "***debt agency***" che, rivolgendosi ai mercati, offra loro un bond comune ottenendo la liquidità necessaria per costruire un portafoglio di debiti pubblici che finanzia su un orizzonte infinito, trasformando ogni debito nuovo e ogni debito rinnovato di fatto in una *perpetuity* (si veda, sulla necessità di questo elemento, Giavazzi e Tabellini 2020) e filtrando strutturalmente tali debiti dal rischio di liquidità.

Un'agenzia del debito siffatta costituirebbe lo *spazio logico e istituzionale* ove misurare sistematicamente i rischi fondamentali, dunque ove calcolare per ogni stato dell'eurozona rate annuali perfettamente in linea con il suo rischio fondamentale. Il gioco finanziario che la *debt agency* è abilitata a giocare (*internal leverage* più filtraggio totale del rischio di liquidità), le permetterebbero di operare con un *solvency capital* ragionevolmente basso, fra il 2% e il 3% del valore del suo portafoglio.

In che vuol dire che un'agenzia siffatta potrebbe nello spazio di pochi anni non solo finanziare tutto il debito finora accumulato da tutti gli stati dell'eurozona (all'incirca 10.000 miliardi di euro), ma anche tutte le espansioni di debito rese necessarie dalle profonde ristrutturazioni che l'uscita dalla crisi del coronavirus richiedere, *con un capitale di gran lunga inferiore alla dotazione di capitale dell'attuale MES* e senza clausole di "*seniority*".

I dettagli concettuali e operativi dell'agenzia sono contenuti in (Amato et al 2020). Ma il significato politico dovrebbe essere chiaro.

Riassumendo:

1. La mutualizzazione di cui tanto si parla, per poi evocare per riflesso condizionato lo spauracchio del *moral hazard* delle

cicale contro le formiche, e che subito alza in volo i falchi, esiste già da tempo, è dovuta al disfunzionamento dei mercati, *e ne beneficiano gli stati del nord*

2. Ne beneficiano nel breve, perché nel lungo i rendimenti negativi *minano la salute dei loro sistemi assicurativi e pensionistici, e anche bancari*
3. A fronte di una crisi comune le modalità di finanziamento degli interventi per farvi fronte *devono essere comuni e non devono essere punitive* (MES e condizionalità, anche blande, o controproducenti clausole di "preferred creditor")
4. *Esiste la possibilità di emettere un bond europeo comune* che fornirebbe ai mercati il *safe asset* di cui abbisognano, e fornirebbe agli stati un approvvigionamento di crediti libero da un rischio di liquidità alimentato da aspettative autorealizzantesi e ormai fuori controllo
5. Gli stati potrebbero quindi finanziarsi presso *un'agenzia* che agisce *privatisticamente* interfacciandosi con i mercati, ma che ha lamissione *pubblica* di ridurre al minimo gli oneri finanziari per gli stati stessi, *omnes et singulatim*.
6. Il rapporto degli stati con l'agenzia, non essendo viziato da rischi di liquidità, dipenderebbe solo dai rischi fondamentali dei singoli paesi. Un debito quindi *per la prima volta* strutturalmente esente dal rischio di una *mutualizzazione surrettizia e non deliberata*.
7. Il che non è poco: per l'Italia questo significherebbe, nell'ipotesi che resti sempre BBB, passare gradualmente da una bolletta per interessi di circa 70 miliardi, salvo imprevedibili impennate dello spread, a una stabile "rata" annuale di poco superiore ai 25 miliardi. Per la Germania significherebbe pagare il suo debito a un tasso prossimo al tasso risk free. E nessuno, in condizioni non distorte, *onestamente* può pretendere di più.
8. La BCE potrebbe svolgere il ruolo che le è proprio, di organo tecnico che supporta l'agenzia del debito, per esempio remunerando le riserve dell'agenzia con a un tasso in linea con il tasso risk free
9. L'agenzia potrebbe, anzi dovrebbe dotarsi di una governance che la renda responsabile nei confronti della Commissione e del Parlamento europei.

Siamo in un momento in cui è in gioco la sopravvivenza stessa dell'Europa (Brancaccio et al 2020), e in cui le soluzioni cooperative ai giochi competitivi danno a tutti dei vantaggi maggiori che le soluzioni competitive. La "solidarietà" non è un lusso domenicale di alcuni, ma una opportunità strutturale per tutti. E non necessita di nessuna mutualizzazione. Sarebbe bene che di questo di decisori politici si rendessero conto.

Perché il vero rischio non è che i falchi prevalgano sulle colombe, ma che tutto crolli per colpa degli allocchi.

Riferimenti bibliografici

Abdelal R. (2007) *Capital Rules. The Construction of Global Finance*, Cambridge, MA, Harvard University Press,

Amato M., Belloni E., Falbo P., Gobbi L. (2020) (forthcoming), Transforming sovereign debts into perpetuities through a European Debt Agency

Amato M., Fantacci L., (2012), *Come salvare il mercato dal capitalismo. Idee per un'altra finanza*, Donzelli, Roma

Baldwin R., Beck T., Bénassy-Quéré A., Blanchard O., Corsetti G., de Grauwe P., den Haan W., Giavazzi F., Gros D., Kalemli-Ozcan S., Micossi S., Papaioannou E., Pesenti P., Pissarides C., Tabellini G. Weder di Mauro B (2015), Rebooting the Eurozone: Step 1 – Agreeing a Crisis narrative, Vox, CEPR Political Portal, 20 novembre, https://voxeu.org/article/ez-crisis-consensus-narrative

Bisin A., Boldrin M., Brusco S., Clementi G.L. Moro A. e Zanella G. (2020), Debito e fiducia. Il difficile rapporto tra la cicala italiana e la formica tedesca, Il Foglio, 2 Aprile, https://www.ilfoglio.it/economia/2020/04/02/news/debito-e-fiducia-il-difficile-rapporto-tra-la-cicala-italiana-e-le-formica-tedesca-307638/

Brancaccio E., Realfonzo R., Gallegati M., Stirati A. (2020), Con o senza l'Europa: economisti italiani per un piano "anti-virus",

Economia e Politica, 13 Marzo, https://www.economiaepolitica.it/l-analisi/coronavirus-ed-economia-italia-cina-cinese-mondiale-effetti-economici/

Caballero R. J., Farhi E., Gourinchas P.O. (2017). The Safe Assets Shortage Conundrum, Journal of Economic Perspective, 31(3):pp. 29-46

Cesaratto S. (2020), Economia e pandemia: domande e risposte sull'Italia e l'Europa, MicroMega 6 aprile, http://temi.repubblica.it/micromega-online/economia-al-tempo-della-pandemia-domande-e-risposte-sull-italia-e-l-europa/

Codogno L., van den Noord P. (2020a), Covid-19: Eurozone safe asset and fiscal capacity are needed now, Vox, CEPR Political Portal, 25 Marzo, https://voxeu.org/article/covid-19-euro-area-safe-asset-and-fiscal-capacity-are-needed-now

Codogno L., van den Noord P. (2020b), COVID-19: OMT is second-best, but still welcome, Vox, CEPR Political Portal, 5 aprile, https://voxeu.org/article/covid-19-omt-second-best-still-welcome

Cottarelli C., Galli G., Letta E. (2020) Come raggiungere un accordo nell'Eurogruppo, https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-come-raggiungere-un-accordo-nell-eurogruppo

European Commission, DG ECFIN (2020), European Economic Forecast. Winter 2020, 13 Febbraio https://ec.europa.eu/info/publications/european-economic-forecast-winter-2020_en

Giavazzi F., Tabellini G. (2020), Covid Perpetual Eurobonds: Jointly guaranteed and supported by ECB, Vox, CEPR Political Portal, 24 Marzo, https://voxeu.org/article/covid-perpetual-eurobonds

Giavazzi F., Pagano M. (1991), "The Advantage of Tying One's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility", in de Ménil e Gordon R.J. (a cura di), *International Volatility and Economic Growth: The First Ten Years of the International Seminar on Macroeconomics* (pp. 303-330), Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research

Fassina S. (2020), Puntiamo tutto sulla Bce. Insistendo su Eurobond e Mes perdiamo giorni preziosissimi, Huffingtonpost, 29 marzo https://www.huffingtonpost.it/entry/puntiamo-tutto-sulla-bce-insistendo-su-eurobond-e-mes-perdiamo-giorni-preziosissimi_it_5e806044c5b6256a7a2c32a9?utm_hp_ref=it-homepage

Lucarelli S., (2020), Gli eurobond fra logica economica, sofismi e difficili mediazioni, Economia e Politica, 6 aprile, https://www.economiaepolitica.it/l-analisi/coronabond-eurobond-coronavirus-tesi-di-bisin-et-alii-logica-economica-sofismi-mediazioni/?fbclid=IwAR0mgxR0qslNnuZD397E3Xg0xdH_sfhfjt_cp2cuzcQNbtLJYf1n12fnXn0

Realfonzo R. (2020), Crisi sistemica, serve un paradigma nuovo, Economia e Politica, 24 Marzo, https://www.economiaepolitica.it/i-contributi-piu-recenti/crisi-sistemica-serve-un-paradigma-nuovo/

Shiller R.J. (2003), From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1 (Winter, 2003), pp. 83-104 Stirati A. (2020), L'Italia, l'Europa e la crisi da Coronavirus, Economia e Politica, 1 Aprile, https://www.economiaepolitica.it/l-analisi/crisi-da-coronavirus-italia-europa/

---

[1] Amato e Fantacci 2012