



**UNIMORE**  
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI  
MODENA E REGGIO EMILIA

**CEFIN**  
Centro Studi Banca e Finanza

## **SHORT NOTES SERIES**

**N. 17**

# **I rischi dell'uscita dall'euro e dall'Unione Europea**

**Giuseppe Marotta**

Università di Modena e Reggio e Emilia e Cefin

Aprile 2017

CEFIN - Centro Studi di Banca e Finanza  
Dipartimento di Economia Marco Biagi - Università di Modena e Reggio Emilia  
Viale Jacopo Berengario 51, 41121 MODENA (Italy)  
tel. 39-059.2056711 (Centralino) fax 39-059 205 6927

# I rischi dell'uscita dall'euro e dall'Unione Europea \*

**Giuseppe Marotta**

Università di Modena e Reggio e Emilia e Cefin

Aprile 2017

## **1. Introduzione**

L'uscita dall'euro è un tema a favore del quale in Italia si è venuto formando un significativo movimento di opinione, comprendente sia partiti rappresentati in Parlamento sia iniziative della società civile. Nel 2015, ad opera del Movimento Cinque Stelle, è stata promossa una raccolta di firme per una proposta di legge, di iniziativa popolare, per una legge costituzionale che consentisse un referendum consultivo sull'uscita dall'euro. Ciò perché l'art. 75 della Costituzione vieta espressamente referendum di autorizzazione alla ratifica di trattati internazionali, quali quelli sottostanti la creazione dell'euro, perché materia esclusiva delle Camere (art. 80). Più di recente, lo stesso Movimento Cinque Stelle e altri movimenti politici hanno rilanciato proposte che non prevedono formalmente l'uscita dell'Italia dall'eurozona ma “solo” la creazione di una moneta parallela, ad uso facoltativo interno; la variante più nota è quella di una moneta “fiscale”.

In questa nota mi propongo di esaminare la congruità dello strumento “uscita dall'euro”, e dunque dall'Unione Europea (UE), rispetto agli obiettivi, enunciati dai proponenti, su temi cruciali per l'intreccio tra economia, diritto, rappresentanza politica in una società democratica.

Sinteticamente, gli obiettivi principali che si intendono perseguire sono tre:

i. stimolo alla crescita economica, tramite l'aumento delle esportazioni nette, come effetto della svalutazione della nuova lira (par. 2);

---

\* L'articolo sostituisce la *Short Note Cefin* n. 15, che rielaborava l'intervento a un convegno sul tema *Euro-exit* promosso dal Movimento Cinque Stelle, a Modena, Camera di Commercio, il 21 febbraio 2015. Dalla *Short Note* è tratto Marotta (2015).

ii. l'autonomia decisionale nazionale nella politica economica (monetaria, in particolare), con benefici strutturali sulla crescita economica (par. 3);

iii. recupero del ruolo dei cittadini/elettori italiani per una legittimazione democratica delle scelte di politica economica nel nostro paese, non più delegate a soggetti «esterni» (BCE, Commissione UE, ecc); par. 4.

Nell'esaminare la congruità strumento-obiettivi userò tre chiavi di lettura.

a. **Principio di precauzione**, mutuando dal principio deontologico medico del *primum non nocere*: nel caso di pericoli potenziali di natura e gravità sconosciuta per assenza di precedenti, è preferibile evitare rimedi che per la salute dell'infermo possano avere controindicazioni più gravi rispetto ai potenziali benefici. Nel caso dell'uscita dall'euro (moneta che peraltro continua ad attrarre, come testimoniato dall'ingresso nel 2015 del 19<sup>o</sup> paese, la Lituania, e da cui nessun paese vuole uscire, secondo quanto espresso sia a livello dei singoli governi sia nei sondaggi sull'opinione pubblica al riguardo) e dall'UE, gli effetti collaterali sono per definizione ignoti, perché si tratterebbe di un evento senza precedenti, data la natura dell'esperimento storico di un'unione monetaria, con una quota superiore a un sesto del PIL mondiale. di stati dotati di piena autonomia nella politica fiscale e del debito pubblico..

b. **Rischi di crisi finanziaria tripla**, perché contemporaneamente crisi di cambio, di default sul debito sovrano e bancaria, a causa della ridenominazione nella nuova valuta dei debiti in euro, oltre che dello Stato e di enti pubblici territoriali, anche di imprese, famiglie, banche e Banca d'Italia, con conseguenti squilibri patrimoniali per i debitori, in via diretta e in via indiretta attraverso gli effetti di retroazione derivanti dai legami reciproci nel sistema finanziario..

c. **Costi dell'incertezza** (geopolitica, giuridica...) che si manifesterebbero già per le aspettative di una uscita dall'euro e dall'UE concordata con gli altri paesi dell'UE, costi verosimilmente maggiori nel caso di uscita non concordata.

## 2. Il nesso svalutazione-crescita

La debole crescita dell'economia italiana e la stagnazione ormai più che ventennale della produttività del lavoro è fatta risalire dai sostenitori dell'uscita dall'euro al cambio reale che sarebbe sopravvalutato, come suggerito dal confronto internazionale sul costo del lavoro

per unità di prodotto o sui prezzi alla produzione. Poiché la maggiore inflazione - sulle cui origini interne peraltro raramente ci si interroga - relativamente ai paesi concorrenti non può essere compensata da modifiche nel tasso di cambio nominale, il rimedio auspicato è liberarsi dalla camicia di forza dell'euro, così da lasciare svalutare la nuova lira. Si potrebbe così ripetere, è l'argomentazione dirimente, l'esperienza di aumento delle esportazioni nette dopo l'uscita traumatica della vecchia lira dall'Accordo di cambio europeo nel settembre 1992, innescando un fattore decisivo per la crescita delle esportazioni e del settore manifatturiero; un esempio più recente dei benefici dell'abbandono di un cambio fisso troppo penalizzante sarebbe la rapida ripresa dell'economia argentina dopo la crisi finanziaria tripla d'inizio millennio .

Il nesso svalutazione-crescita è tuttavia non ovvio, sia sulla base di evidenza empirica sia per considerazioni di storia e di analisi economica.

*I.* Il tasso di cambio rilevante ai fini delle esportazioni al netto delle importazioni, e dunque del contributo della domanda estera alla crescita del PIL, è il tasso di cambio reale effettivo, che pondera i tassi di cambi bilaterali con le quote dei paesi partner negli scambi commerciali. Nel confronto con i paesi dell'UE, che costituiscono a un tempo i principali mercati di sbocco per l'export italiano e i principali concorrenti all'import per i produttori italiani, non è per nulla evidente che il cambio reale effettivo sia stato, dall'introduzione dell'euro, sopravvalutato sistematicamente e in modo rilevante rispetto ai fattori ('fondamentali') che individuano il valore coerente con l'equilibrio della bilancia dei pagamenti (Fig. 1). In rapporto a paesi comparabili come Francia e Spagna, l'entità della sopravvalutazione per l'Italia è stata in realtà molto contenuta, con addirittura un rovesciamento di segno nel 2012. Risultati analoghi si hanno su dati 2015, in cui il disallineamento del tasso di cambio nominale effettivo dell'Italia rispetto alla media dell'area euro è trascurabile, se comparato ad altri paesi (Figura 2).

Si può obiettare che sono entrambe stime, basate sui fondamentali, tra cui l'appartenenza stessa all'eurozona e all'UE, e dunque non rilevanti nel caso di uscita dall'eurozona, che potrebbe anche comportare di frantumazione di questa trattandosi del terzo paese per dimensione economica. Se per quest'ultima evenienza è difficile proporre scenari plausibili, un'implicazione ragionevole nel primo caso è che l'eventuale guadagno tratto nell'immediato da una svalutazione significativa del cambio nominale sarebbe contrastata da dazi compensativi da parte degli altri paesi rimasti nell'Unione Europea,

perché non giustificata appunto dai fondamentali. Rimarrebbe aperta comunque la domanda di come una significativa svalutazione potrebbe essere realizzarsi sul mercato per un paese che già ora è in una condizione di sostanziale equilibrio di bilancia dei pagamenti. L'eventuale fattore che potrebbe provocarla potrebbe essere solo una fuga dalla nuova valuta per i timori di una crisi finanziaria tripla, con conseguenti costi sull'economia reale.

Figura 1 Sopra(-)/sotto(-)valutazione del tasso di cambio reale effettivo rispetto ai fondamentali

Table 1: Misalignments in real effective terms (in %)

	EU	FRA	GER	ITA	SPA	AUT	FIN	IRL	NLD	PRT	GRC
1994	-3.4	3.1	-10.5	9.2	0.6	-3.1	-1.7	3.8	0.8	4.3	13.9
1995	1.2	1.4	-9.4	11.2	8.8	-8.3	7.2	3.8	0.8	7.0	1.3
1996	4.2	3.9	-4.8	9.4	-4.6	-9.2	9.3	0.8	0.4	-11.3	-12.5
1997	3.5	15.2	-3.2	8.2	-0.8	-8.8	16.9	0.6	1.8	-19.3	-12.7
1998	0.6	15.4	-5.2	5.1	-1.4	-3.5	17.4	-0.8	-2.2	-18.5	-8.4
1999	2.0	19.5	-8.1	1.8	-6.9	-2.9	17.6	0.4	-0.7	-23.7	-17.8
2000	0.1	7.4	-8.4	-0.7	-10.0	1.1	21.4	-2.2	-3.7	-28.7	-25.2
2001	6.9	7.6	-3.5	-1.2	-13.0	-3.5	22.2	-5.4	-6.4	-34.3	-24.3
2002	6.6	2.4	3.5	-4.2	-12.9	9.8	23.0	-6.2	-8.2	-27.4	-22.4
2003	2.2	-3.0	2.2	-6.9	-13.6	2.9	12.0	-6.8	-3.0	-23.8	-11.8
2004	6.6	-5.7	9.0	-1.9	-22.0	1.2	12.7	-7.2	-1.1	-33.8	1.0
2005	1.8	-11.2	11.6	-1.2	-30.7	3.8	5.5	-7.3	1.6	-44.2	-4.6
2006	0.3	-8.8	16.5	-0.7	-34.0	7.9	9.4	-5.1	6.1	-42.5	-5.1
2007	0.1	-12.8	18.4	-0.3	-42.0	10.4	11.5	-11.1	3.1	-33.8	-7.4
2008	-2.6	-19.8	14.3	-5.7	-46.7	12.6	4.5	-14.1	0.0	-45.9	-10.1
2009	0.6	-11.6	16.3	-2.0	-21.4	7.2	-0.4	-2.5	2.1	-35.4	-0.4
2010	1.6	-8.9	20.2	-3.2	-21.5	9.8	3.4	8.1	8.4	-26.8	-11.5
2011	8.2	-15.4	16.9	-4.1	-19.5	6.9	-7.3	3.9	6.6	-22.1	-46.2
2012	14.1	-14.1	19.9	4.3	-1.3	7.8	-5.2	13.0	7.1	2.7	-15.9

Note: Forecasts for 2012 based on IMF WEO October 2013; See Jeong *et al.* (2010) for a complete description of the model of world trade and the methodology used to compute ERMs. Source: authors' calculations. A positive (negative) number indicates an undervaluation (overvaluation) expressed in percent of the observed value.

Fonte: Duwicquet *et al.*, 2015

2. Considerando gli effetti, di significative svalutazioni in paesi avanzati, tra cui quella italiana del 1992, con l'uscita nel settembre dall'Accordo di cambio europeo, proprio il caso italiano, assieme a quello della Corea nel 1998, mostra i limiti della manovra, che invece sembra più positiva nel caso di paesi più piccoli. In Italia e in Corea, il tasso di crescita del PIL si è addirittura ridotto tra il biennio/triennio precedente la svalutazione e quello successivo, pur in presenza di un aumento delle esportazioni nette. La motivazione intuitiva è che l'effetto positivo delle esportazioni nette è stato compensato da quello negativo di minori consumi (e quindi minori importazioni), a causa della caduta del potere d'acquisto dei salari (Figure 3-5). Ciò è in effetti quanto ci si può aspettare se la svalutazione deve raggiungere l'obiettivo di rendere più conveniente la produzione nazionale in termini di prezzi: per ridurre

il divario rispetto ai concorrenti, all'export e all'import, nel costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), il salario deve ridursi in termini reali, a parità di margini di profitto e di cuneo fiscale e di andamento della produttività del lavoro, variabile quest'ultima poco modificabile nel breve periodo.

Figura 2 Aggiustamenti di equilibrio dei tassi di cambio nominali effettivi in uno scenario post-euro di ciascun paese relativamente alla media ponderata dei paesi dell'eurozona

Table 5: Hypotheses for post-euro currency movements  
Source: IAGS (2015) and authors' computations

Country	Exchange rate adjustment
Belgium	-17%
Germany	+14%
Ireland	-6%
Greece	-38%
Spain	-10%
France	-11%
Italy	+1%
Luxembourg	+14%
Netherlands	+15%
Austria	+15%
Portugal	-14%
Finland	-18%

Fonte : Durand e Villemot, 2016

Il beneficio di competitività per le esportazioni italiane è peraltro derivato dall'inedito basso grado di trasferimento della svalutazione del cambio nominale nei prezzi interni, evitando così il più comune esito di una erosione del vantaggio a causa dell'aumento dell'inflazione innescata dall'aumento dei prezzi delle importazioni. Il fenomeno, che ha sorpreso allora molti analisti, è stato poi spiegato empiricamente con riferimento all'adozione della concertazione tra le parti sociali promossa dal governo Ciampi. In particolare, i sindacati hanno allora accettato di contenere le richieste salariali relativamente alla crescita della produttività, nel quadro di uno schema di tasso d'inflazione programmato, e ciò per la consapevolezza, sia dei sindacati sia degli imprenditori, dei rischi della crisi finanziaria fiorata dall'Italia e contrastata in particolare dalle misure draconiane del governo Amato (tassazione dei depositi e prima riforma pensionistica); per un rendiconto ravvicinato nel tempo, che inquadra l'uscita della lira dall'Accordo di cambio si veda l'audizione al Parlamento Europeo dell'allora Governatore della Banca d'Italia (Fazio 1995). Quel contesto di relazioni cooperative tra le parti sociali, che ha favorito l'effetto positivo della svalutazione sulle esportazioni nette, pur se senza benefici nei tassi di crescita del PIL, è ben difficilmente replicabile oggi.

Figure 3-5 Confronto internazionale, pre- e post svalutazione, per esportazioni nette, crescita del PIL e dei salari reali, tasso di disoccupazione (fonte Realfonzo e Viscione, 2015)

Paesi e anni di crisi	Media del tasso di crescita del Pil			
	2 anni precedenti	2 anni successivi	3 anni precedenti	3 anni successivi
Tutti i Paesi	2,43	0,08	2,72	1,27
Paesi ad alto reddito	1,20	2,22	1,45	3,21
<i>Australia (1985)</i>	4,94	3,19	2,55	3,99
<i>Finlandia (1993)</i>	-4,62	1,60	-2,85	2,47
<i>Islanda (1985)</i>	0,99	4,78	1,38	6,04
<i>Italia (1993)</i>	1,19	0,65	1,48	1,40
<i>Repubblica di Corea (1998)</i>	6,48	2,51	7,29	4,60
<i>Spagna (1983)</i>	0,56	1,78	0,80	1,96
<i>Svezia (1993)</i>	-1,15	1,01	-0,52	2,02
Paesi a basso reddito	2,86	-0,67	3,17	0,59

Saldo della bilancia commerciale – Valori medi rispetto al Pil nei due e tre anni precedenti e successivi alla crisi (anni 1980-2013)

Fonte: nostre elaborazioni su dati Ameco – Commissione Europea e dati Banca Mondiale

Paesi e anni di crisi	Media Esportazioni Nette in % del Pil			
	2 anni precedenti	2 anni successivi	3 anni precedenti	3 anni successivi
Tutti i Paesi	-0,04	0,99	0,20	0,85
Paesi ad alto reddito	-0,33	3,07	-0,69	3,02
<i>Australia (1985)</i>	-1,77	-2,37	-1,87	-1,81
<i>Finlandia (1993)</i>	-0,05	5,12	-0,55	5,90
<i>Islanda (1985)</i>	1,05	1,97	-0,83	0,98
<i>Italia (1993)</i>	0,14	3,21	0,17	3,36
<i>Repubblica di Corea (1998)</i>	-1,65	9,31	-1,28	7,16
<i>Spagna (1983)</i>	-1,88	0,55	-2,00	0,92
<i>Svezia (1993)</i>	1,88	3,71	1,53	4,60
Paesi a basso reddito	0,06	0,26	0,51	0,09

Fonte: Nostre elaborazioni su dati Banca Mondiale

Paesi e anni di crisi	Variazione % dei Salari Reali			Variazione % della Quota Salari sul Pil		
	Anno di crisi	Anno di crisi e successivo	Anno di crisi e due successivi	Anno di crisi	Anno di crisi e successivo	Anno di crisi e due successivi
Tutti i Paesi	-8,23	-18,94	-18,25	-4,99	-11,73	-12,16
Paesi ad alto reddito	-0,34	0,98	4,10	-0,67	-3,22	-3,79
Paesi ad alto reddito eccetto Islanda	-1,33	-0,89	-0,66	-1,99	-4,94	-7,76
<i>Australia (1985)</i>	-0,87	-2,98	-3,47	-0,65	-1,43	-4,98
<i>Finlandia (1993)</i>	-3,42	-0,40	2,83	-6,48	-9,70	-12,25
<i>Islanda (1985)</i>	5,63	12,21	32,62	7,24	7,10	20,01
<i>Italia (1993)</i>	-0,78	-2,40	-4,08	-1,80	-5,12	-8,60
<i>Repubblica di Corea (1998)</i>	-1,94	-1,66	-1,96	-1,08	-5,33	-6,62
<i>Spagna (1983)</i>	1,42	1,25	2,23	-0,39	-4,85	-7,66
<i>Svezia (1993)</i>	-2,41	0,82	0,50	-1,55	-3,22	-6,45
Paesi a basso reddito	-10,99	-25,91	-26,07	-6,58	-14,86	-15,25

E' da ricordare inoltre come nei primi mesi del 1995 l'Italia risentì, assieme a Spagna e Portogallo, degli effetti di contagio della crisi finanziaria messicana (Filosa e Marotta, 2011), tanto da indurre la Banca d'Italia a un brusco aumento dei tassi d'interesse come manovra difensiva per contrastare una caduta di fiducia nel debito pubblico e nel cambio (oltre a Fazio, cit, è utile per cogliere l'atmosfera di quei giorni rileggere qualche articolo di giornale (Cecchini, 1995)). Rievocare questa situazione è utile per inquadrare meglio i condizionamenti che l'elevato debito pubblico creava già allora all'economia italiana, nonostante il paese avesse piena autonomia nella politica monetaria e fiscale e non si prefigurasse neanche la possibilità concreta di adesione al progetto di unione monetaria delineata con il Trattato di Maastricht del 1992. In effetti, la decisione del governo italiano nel 1996, rovesciando un primo intendimento di un'adesione successiva rispetto alla data iniziale del primo gennaio 1999, fu presa dal governo Prodi-Ciampi dopo aver constatato l'intenzione di segno opposto della Spagna, e ciò per evitare un effetto segnaletico negativo per l'Italia, paese fondatore della Comunità Europea.

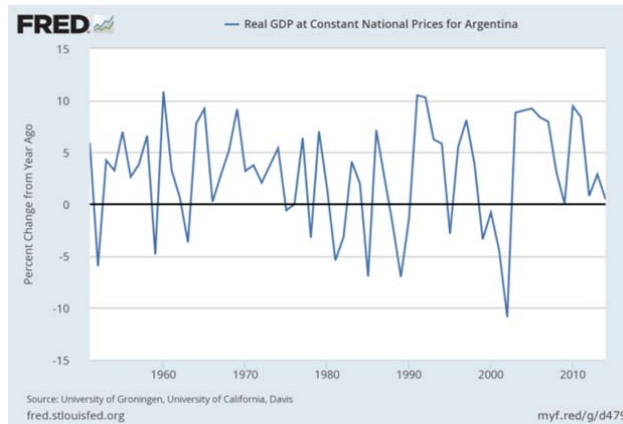
3. L'esempio "virtuoso" più recente degli effetti positivi di una massiccia svalutazione sulla crescita è quello dell'Argentina (Figura 6). Ciò a causa della rapida ripresa del PIL, tornato in pochi anni ai livelli del 1998 dopo la triplice crisi finanziaria a seguito



dell'abbandono nel 2002 del regime di *currency board*, che congelava in 1.1 il rapporto di cambio peso–dollaro, e del default sul debito pubblico estero (Filosa e Marotta, 2011).

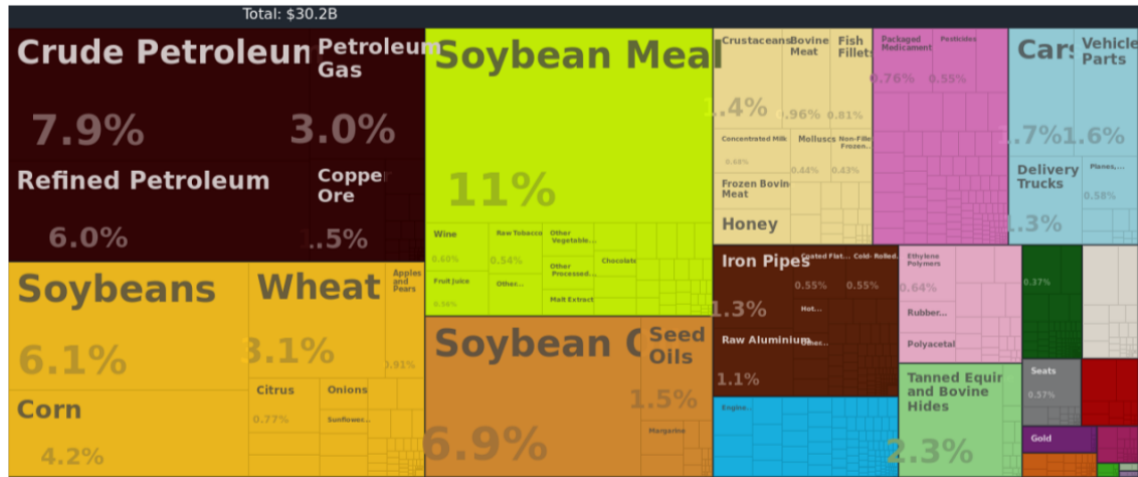
La plausibilità dell'analogia con l'introduzione di una nuova lira uscendo dall'euro è tuttavia inficiata dalla constatazione che, a differenza dell'Italia, paese avanzato e con una base produttiva, e manifatturiera in particolare, diversificata, l'Argentina è un paese produttore ed esportatore prevalentemente di materie prime, petrolifere e soprattutto agricole (soia innanzitutto); Fig. 7 per l'anno successivo a quello dello scoppio della crisi. Queste caratteristiche hanno consentito, in presenza di una forte domanda di soia da parte dei grandi paesi emergenti asiatici, e della Cina in particolare, e di una ripresa generalizzata a partire dal 2002 delle quotazioni delle materie prime fino a valori ben sopra la media nel periodo 1982-1998, di contrastare almeno fino all'inizio della crisi finanziaria subprime gli effetti devastanti della crisi precipitata a inizio 2002 (crisi in parte spiegata per il deterioramento della finanza pubblica dal calo delle quotazioni delle materie prime dal 1997); Figura 8 per la soia. Un ulteriore fattore favorevole specifico è stato quello della crescita stabile ed elevata del confinante Brasile, importatore di mezzi di trasporto prodotti nelle fabbriche delocalizzate dai principali produttori mondiali in Argentina, sulla base delle convenienze anche fiscali dettate dagli accordi Mercosur sugli scambi commerciali.

Figura 6 Tasso di crescita del PIL reale in Argentina (in %)



Fonte : elaborazioni proprie dalla banca dati FRED (Federal Reserve Bank of St Louis)

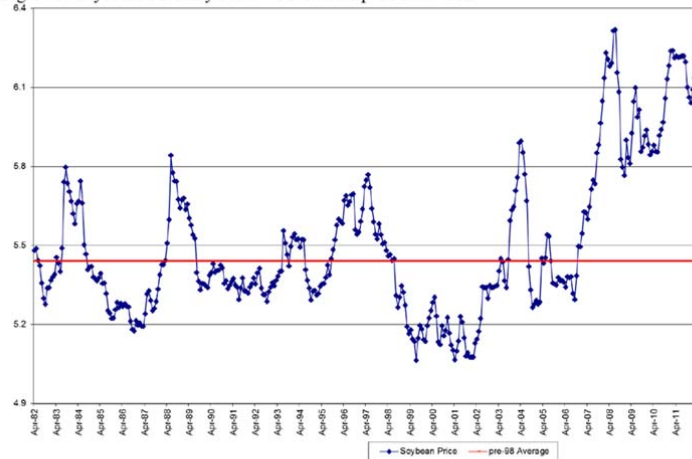
Figura 7 Composizione delle esportazioni argentine nel 2003



Fonte : <http://atlas.media.mit.edu>

Figura 8 Quotazioni della soia (in US\$ per tonnellata lineare)

Figure 1: Soybeans Monthly Price - US Dollars per Metric Ton



U.S. No. 2 Yellow, FOB Gulf of Mexico, U.S. price, US\$ per metric ton. USDA Market News.

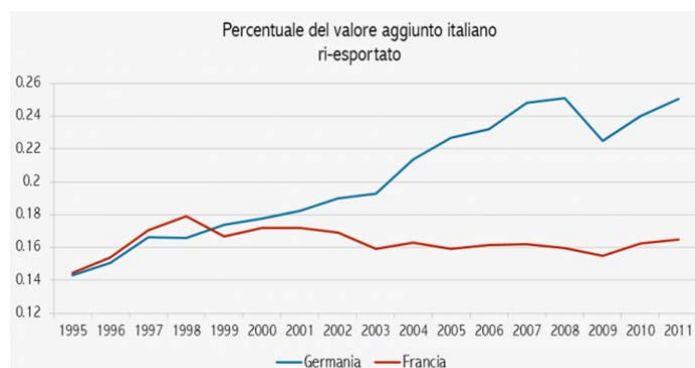
Fonte : Tenreyro, 2012

4. Le trasformazioni strutturali nelle modalità del commercio internazionale sollevano perplessità circa l'adeguatezza dello strumento della svalutazione della nuova lira

relativamente all'obiettivo dello stimolo della crescita, anche tralasciando le conseguenze negative, difficilmente quantificabili, dell'uscita dal mercato unico.

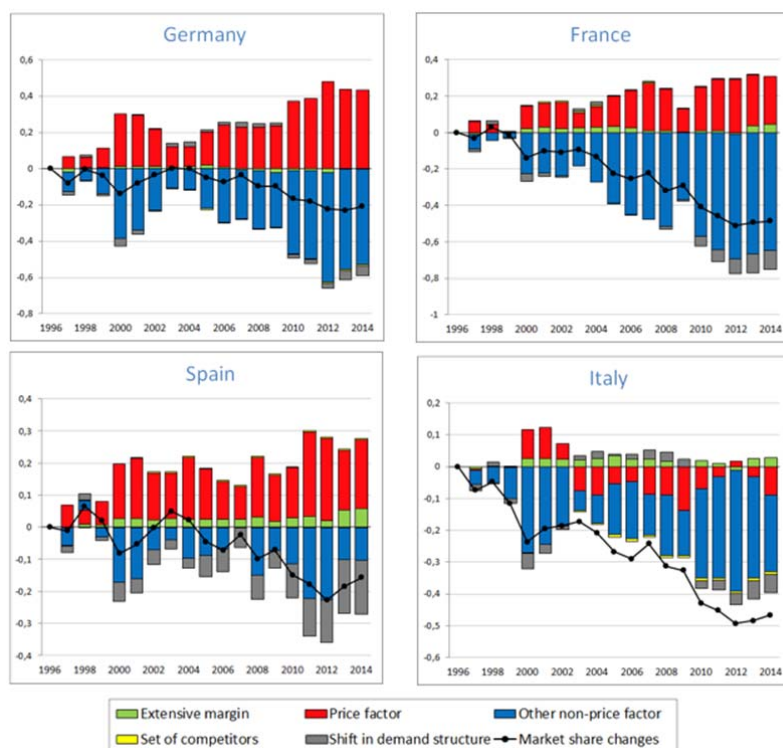
Un guadagno di competitività per il tramite della svalutazione ha effetti differenziati a seconda della elasticità al prezzo dei beni e servizi oggetto di transazioni internazionali. Ne traggono benefici i produttori di beni relativamente standardizzati, e dunque replicabili da altre imprese, che competono sul prezzo, non sulla qualità, ovvero sulla capacità di creazione di valore aggiunto date la tecnologia e le competenze specialistiche incorporate nei beni. I benefici sono molto più limitati per produttori inseriti in catene globali di valore, come è il caso per buona parte del sistema manifatturiero italiano rispetto a grandi imprese, tedesche in primo luogo, perché il committente, che si rapporta con gli acquirenti finali sui mercati mondiali fissando prezzi che incorporano il premio associato al marchio, seleziona i fornitori prevalentemente sulla base della qualità e dell'affidabilità nelle consegne. Stime recenti sull'entità del grado di integrazione della manifattura italiana nella catena di valore delle imprese tedesche mostrano come, dall'inizio dell'UEM fino al 2011, la quota del valore aggiunto prodotto in Italia e incorporato nelle esportazioni tedesche sia cresciuto dal 17 al 25 per cento, a fronte della lieve flessione per quella nelle esportazioni francesi (Fig. 9). Inoltre, la competitività di prezzo risulta essere di rilevanza limitata rispetto ad altre determinanti non di prezzo nella spiegazione dell'andamento delle quote di mercato all'export, in flessione accentuata dal 1996 al 2014 per l'Italia rispetto agli altri tre maggiori paesi dell'eurozona (Fig. 10).

Figura 9



Fonte : Altomonte e Colantone (2017).

Figura 10 Scomposizione, per incidenza delle determinanti, dei mutamenti nelle quote di mercato all'export dei 4 maggiori paesi dell'UEM



Fonte : di Mauro et al (2016)

Tirando le fila di queste considerazioni due punti meritano di essere sottolineati.

i) Il divario di prezzo tra produttori italiani e di paesi emergenti e in via di sviluppo rimarrebbe comunque sempre elevato, anche dopo una significativa svalutazione, per beni con caratteristiche facilmente replicabili – e dunque non quelli per cui il marchio Made in Italy ha un effettivo valore segnaletico di qualità. Inoltre, nel medio termine, puntare allo strumento della svalutazione per guadagnare competitività di prezzo può avere conseguenze indesiderate ai fini del rafforzamento della struttura produttiva italiana, Ciò perché non incentiverebbe a investimenti in innovazione, di processo e di prodotto, e quindi anche sulle modalità organizzative, a partire da un aumento delle dimensioni fino alla scala minima necessaria per sfruttare le opportunità delle tecnologie più innovative, per accedere a finanziamenti esterni anche non bancari, per promuovere strutture stabili di internazionalizzazione.

ii) Si dovrebbe mettere in conto un effetto depressivo sulla domanda interna a causa della caduta della disponibilità di spesa delle famiglie italiane, con redditi disponibili e ricchezza finanziaria decurtati in termini reali per l'aumento dell'inflazione derivante dall'aumento dei prezzi delle importazioni. Ciò a causa dell'elevato contenuto, diretto e indiretto, di importazioni, nel paniere dei consumi di beni (energia, alimentari, altri beni di consumo, durevoli e non) e servizi (es. finanziari, consulenza, canoni per licenze ecc). Il normale grado di trasferimento della svalutazione del cambio sui prezzi può essere ridotto solo in casi eccezionali - calo delle quotazioni delle materie prime, e petrolifere *in primis*, negli anni successivi alla crisi subprime o il sopra menzionato accordo di concertazione sociale del 1992-93 in Italia.

5. Dal lato dell'offerta, la crisi economica ha compromesso la capacità del sistema produttivo italiano di soddisfare, senza tensioni al rialzo sui prezzi o sulla domanda di importazioni, una maggiore domanda aggregata. Secondo le stime di Nomisma (2015), tra il 2007 e il 2014 il comparto manifatturiero ha perso il 18% (il 13% dal 2010) del potenziale produttivo. L'entità della caduta nel secondo periodo, contrassegnato dalla crisi sovrana dell'euro, è simile a quella della Spagna (14%) e più che doppia rispetto a quella della Francia (6%). Accanto a una riduzione del numero delle imprese in tutte le classi dimensionali, vi è stata una riduzione di quelle esportatrici, con una parziale compensazione derivante dall'aumento unitario del valore dell'export tra quelle rimaste. In aggiunta a questi fattori, che potrebbero per lo meno dilazionare la risposta dell'offerta a una maggiore domanda innescata dalla svalutazione, è da tener presente che una parte tra le imprese rimaste potrebbe non essere in grado di restare sul mercato, a causa degli squilibri patrimoniali derivanti dalla rivalutazione dei debiti esteri in euro rispetto a ricavi nella nuova lira.

### **3. Autonomia nella politica economica e monetaria e rischi di crisi finanziaria tripla**

L'uscita dall'euro avrebbe il beneficio di far riacquistare sovranità nazionale del determinare la politica economica, e quella monetaria in particolare. Gli effetti presumibili in termini di incertezza sarebbero diversi a seconda che l'uscita sia concordata con gli altri paesi oppure avvenga unilateralmente.

In base ai trattati<sup>1</sup>, un paese dell'area euro può uscirne solo se esce anche dall'UE. Ciò perché, in base al Trattato di Maastricht del 1992, un paese UE che al momento della stipula del trattato rispettasse i criteri di convergenza doveva aderire all'Unione economica e monetaria (UEM), a meno che contrattasse una clausola di *opt-out* permanente (come è stato il caso del Regno Unito); nel caso della Danimarca è stato accolto l'esito negativo del referendum sull'euro. Tutti i paesi entrati nell'UE successivamente al 1992 devono far parte dell'UEM una volta soddisfatti i requisiti di convergenza e di riconoscimento nella legislazione nazionale dell'indipendenza della banca centrale nazionale<sup>2</sup>. I paesi dell'UE che sono fuori dall'UEM sono indicati come paesi "in deroga".

Poiché nei trattati non è prevista una norma per disciplinare una successiva uscita dall'euro, l'unica procedura giuridicamente codificata per un recesso concordato è quella prevista dall'art. 50 del Trattato sull'Unione Europea: dal momento della notifica da parte del paese che voglia esercitare il diritto di recesso viene prevista una scadenza di due anni entro la quale arrivare a una deliberazione da parte di tutte le istituzioni europee coinvolte; superati i due anni, la richiesta si può ritenere accettata (vedi Appendice).

L'aspetto critico di questa procedura è: cosa succederebbe all'economia italiana nelle more del completamento della procedura, una volta avviata, tenuto conto che gli operatori adotterebbero comportamenti precauzionali per evitare perdite in conto capitale già sulla base di aspettative di apertura della procedura stessa, a partire da una corsa al prelievo massiccio di depositi e alla riallocazione all'estero degli investimenti finanziari fino a quando non fossero introdotti vincoli nei movimenti di capitale, non ammessi fin quando si sia membri dell'UE?<sup>3</sup> Ben difficilmente sarebbe infatti possibile mantenere segrete le operazioni, attivate da decisioni del governo autorizzate dal Parlamento, per predisporre quello che spesso viene evocato in modo suggestivo come 'piano B', ovvero per rendere agibile, al momento dell'effettiva introduzione della valuta diversa dall'euro la nuova infrastruttura per i pagamenti al dettaglio e per importi rilevanti, scollegandosi per i secondi dal sistema Target2 (vedi sotto)..

---

<sup>1</sup> Dopo l'entrata in vigore del trattato di Lisbona (1 dicembre 2009), l'UE ha assunto personalità giuridica e si fonda sul Trattato sull'Unione Europea e sul Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (Unione Europea 2010).

<sup>2</sup> Questa seconda condizione, su cui volutamente non si è voluto intervenire per adeguarla, motiva perché la Svezia, che pur rispettava i requisiti di convergenza dopo la sua entrata nell'UE, non fa parte dell'UEM.

<sup>3</sup> In Grecia, nel gennaio 2015, si sono avuti prelievi di circa il 40 % dei depositi.

Alcune esemplificazioni possono lasciare intuire l'entità dei costi cui si potrebbe andare incontro.

1. Quali investitori esteri sottoscriverebbero, e a che condizioni, nuovo debito pubblico denominato nella valuta che si vorrebbe mutare? Per avere un ordine di grandezza del problema, si stima che si debbano raccogliere sul mercato risorse per rinnovare nel 2017 quasi il 20% del debito pubblico e nel 2018 il 13%; gli stessi problemi si porrebbero, aggravati perché emittenti non sovrani di obbligazioni in euro, per imprese, banche e assicurazioni, enti territoriali. L'incertezza giuridica, di fronte a un caso, l'uscita dall'euro e dall'UE, storicamente senza precedenti, coinvolgerebbe tutti i contratti finanziari denominati in euro, stilati sotto la giurisdizione italiana e o di quella del paese sulla cui piazza finanziaria sono stati emessi i titoli (nel caso di paesi dell'eurozona, prevalentemente Londra). Si stima che le obbligazioni, che ricadono sotto la legislazione internazionale siano poco meno di un decimo nel caso di quelle emesse dallo Stato e da enti territoriali e circa i due terzi nel caso di emittenti privati, banche e società assicurative e imprese non finanziarie (Fig. 11).

Figura 11 Obbligazioni internazionali (ovvero non soggette a legge nazionale) (% PIL)

Table 3: Relevant debt by sector (% of GDP, Q3 2015)

Sources: BIS, World Bank QEDS, authors' computations

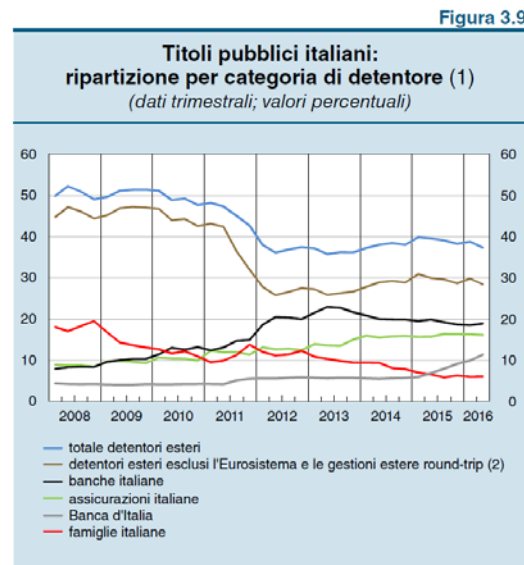
	Greece	Italy	Portugal	Spain	Ireland	France
<b>General government</b>	<b>142%</b>	<b>8%</b>	<b>57%</b>	<b>12%</b>	<b>35%</b>	<b>2%</b>
<i>incl. short term</i>	3%	1%	1%	0%	2%	0%
<b>Financial corporations</b>	<b>42%</b>	<b>30%</b>	<b>18%</b>	<b>43%</b>	<b>395%</b>	<b>42%</b>
<i>incl. short term</i>	29%	4%	2%	8%	98%	8%
<b>Non-financial corps. + households</b>	<b>13%</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>312%</b>	<b>33%</b>
<i>incl. short term</i>	5%	8%	8%	4%	53%	17%

Fonte: Durand e Villemot (2016)

2. Almeno per i titoli emessi sotto la giurisdizione italiana, e dunque per gran parte dei titoli pubblici, i sostenitori dell'uscita dall'euro, limitandosi a una valutazione puramente contabile che trascura i ben più rilevanti processi economici innescati dalle aspettative di un passaggio a una nuova valuta, fanno affidamento sulla cosiddetta *Lex Monetae*, ovvero sulla legittimità, ai fini dell'estinzione di debiti monetari, di una ridenominazione in una nuova valuta avente corso legale per legge (art. 1277 del codice civile), con ovvie conseguenze in termini di perdite in conto capitale, date le attese di una svalutazione significativa, per tutti i

soggetti residenti detentori di tali titoli (famiglie, banche, assicurazioni, fondi pensione, etc; Fig. 12). Le banche potrebbero venirsi a trovare inadempienti rispetto ai requisiti di capitale derivanti dagli accordi di Basilea, che valgono anche per i paesi fuori dell'UE, per le perdite in conto capitale sui titoli pubblici in portafoglio, con conseguenze intuibili sugli effetti di contrazione dell'offerta di finanziamenti a imprese e famiglie. In aggiunta, fuori dall'UE e dall'unione bancaria, il merito di credito loro attribuito dai mercati nel valutarne la domanda di fondi sui mercati interbancari e finanziari esteri potrebbe peggiorare, in linea con la maggiore rischiosità dei titoli pubblici, quale quella sperimentata dall'Italia prima dell'accesso all'UEM. A che condizioni potrebbero raccogliere quindi fondi sui mercati internazionali, necessari per colmare il *funding gap* tra raccolta al dettaglio e prestiti a residenti (un gap pari a circa un quinto dei prestiti a fine 2011 e ridottosi al 10% nel corso del 2015 e a circa 7/8 % a inizio 2017, peraltro su prestiti con tassi di crescita negativi dal 2012; Banca d'Italia, 2017a)? *Mutatis mutandis*, considerazioni analoghe varrebbero per le assicurazioni rispetto ai requisiti regolamentari di capitale di *Solvency II*.

Figura 12



Fonte: conti finanziari.  
 (1) Quote calcolate su dati ai prezzi di mercato e al netto dei titoli detenuti dalle Amministrazioni pubbliche italiane. I dati sono relativi a un sottoinsieme dei detentori. - (2) Titoli detenuti da investitori esteri al netto di quelli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) e da gestioni e fondi comuni esteri riconducibili a risparmiatori italiani.

Tuttavia, è stato rilevato che la *Lex Monetae* può essere invocata solo quando vi sia incertezza su quale sia la valuta con corso legale, e questo non è il caso quando un paese abbia scelto di aderire all'UE e, successivamente, abbia adottato la moneta unica (Siekman, 2015). Inoltre, dal primo gennaio 2013, la giurisdizione esclusiva della legge italiana sui titoli



del debito pubblico si è ridotta significativamente perché, come previsto dall'art. 12 del trattato istitutivo del Meccanismo di Stabilità Europeo, i nuovi titoli con durata superiore a un anno di tutti gli stati dell'eurozona includono una clausola di accordo collettivo (CAC)<sup>4</sup>. Questa richiede, perché si possano modificare consensualmente i termini del contratto, tra cui l'eventuale ridenominazione da euro in un'altra valuta, il voto favorevole dei detentori di almeno il 75% del valore nominale dei titoli in circolazione della specifica emissione, voto espresso in una assemblea debitamente convocata, o una risoluzione scritta firmata dai, o per conto dei, possessori di almeno i due terzi del valore nominale dei titoli in circolazione della specifica emissione.

Anche volendo tralasciare dunque i dubbi sull'applicazione della *Lex Monetae*, l'ambito su cui potrebbe essere invocata si ridurrà con l'ampliarsi progressivo dell'incidenza della quota dei titoli pubblici emessi con la clausola CAC, data la probabile opposizione di una minoranza di blocco tra i detentori ad accettare una decurtazione del valore conseguente alla ridenominazione, e di conseguenza il concretizzarsi di un evento creditizio di default ove il governo e il Parlamento decidessero di procedere unilateralmente.

L'incidenza della quota dei titoli pubblici con e senza CAC è al centro di un report di Mediobanca Securities (2017) che fornisce calcoli di plus-minusvalenze derivanti dall'ipotesi di una svalutazione della nuova lira rispetto all'euro pari al 30%. Ciò per stimare il beneficio netto contabile per l'emittente Stato di una ridenominazione da euro a lira, quest'ultima svalutata del 30 per cento, nel corso degli anni pre- e post introduzione della clausola CAC. Non sorprendentemente, data l'ipotesi di piena applicabilità della *Lex Monetae* sui titoli privi di CAC, aumentando nel tempo la quota dei titoli con CAC il segno del beneficio netto passa da un valore positivo a uno negativo intorno al 2017 (Figura 13).

Due osservazioni sull'esercizio contabile.

a. La svalutazione del 30% è motivata dall'ipotesi di un recupero del doppio del divario inflazionistico tra Italia e Germania tra il 1997 e il 2015, ipotesi del tutto fuori linea rispetto alle stime sui disallineamenti dei tassi di cambio tra i paesi dell'eurozona citati in precedenza. Inoltre, in regime di cambio flessibile, è però solo l'eccesso di vendite della particolare valuta che può causarne un deprezzamento perché le prospettive economiche del paese sono peggiori rispetto agli altri partner commerciali, aspetto che appunto le stime sui disallineamenti del cambio effettivo nominale o reale smentiscono nel caso italiano. Solo una massiccia fuga di capitali indotta dalle prospettive di una crisi finanziaria tripla potrebbe

---

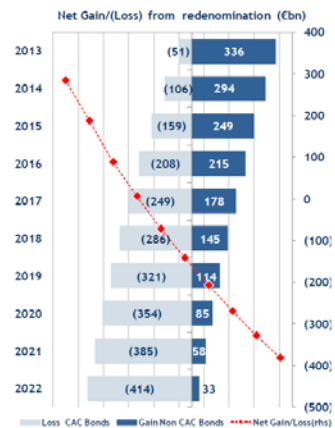
<sup>4</sup> Decreto del Ministero dell'economia e Finanze, del 7/12/2012.

giustificare una svalutazione dell'ordine di grandezza ipotizzato, ma allora diventa difficile comprendere la rilevanza dell'esercizio contabile limitato ai benefici netti per l'emittente dei titoli pubblici.

Si ipotizza, nello scenario sottostante la Fig. 13, che l'Italia possa scambiare il mancato esercizio del diritto di veto all'inserimento degli accordi intergovernativi sul *Fiscal Compact* (Marotta 2014) nella normativa dell'UE dal 2018 con il consenso degli altri paesi alla monetizzazione dei titoli pubblici acquistati dalla Banca d'Italia nell'ambito della politica di *Quantitative Easing* della BCE. Paradossalmente, dunque, la ridenominazione da euro in lira dovrebbe dare un potere negoziale a un paese in uscita dall'UE. In aggiunta, sembra che non si tenga conto dell'indipendenza, anche economica, rispetto ai governi, sancita dai trattati per il sistema delle banche centrali dell'eurozona e per la BCE. Accordi intergovernativi non potrebbero incidere su decisioni circa il bilancio del sistema, che include quello della Banca d'Italia, né questa potrebbe assumerne così da provocare delle perdite alle restanti banche centrali e alla BCE, come sarebbe appunto il caso di una monetizzazione dei titoli in euro acquistati.

E' questo un punto che si lega a quello dei saldi TARGET2, di cui si tratta sotto).

Figura 13 Stima del beneficio netto della ridenominazione dei titoli pubblici in euro (miliardi di euro)



Fonte: Mediobanca Securities (2017)

L'incertezza giuridica grava anche sui contratti finanziari, diversi dai titoli, stilati in euro e ridenominati in lira, e che per questa ragione implicassero per uno dei contraenti una "eccessiva onerosità". Il verificarsi di questa condizione potrebbe infatti motivare la risoluzione del contratto da parte di uno dei contraenti (in base all'art. 1467 dell'omonima sezione del cc). Si pensi al caso di una banca italiana che abbia erogato un mutuo ventennale

in euro, sulla base di valutazioni di convenienza economica coerenti con lo scenario di appartenenza del paese all'unione monetaria, e che si veda ridenominare per legge il mutuo nella nuova valuta: potrebbe in linea di principio voler modificare le clausole del contratto o negarne a validità, motivando la decisione con l'onere eccessivo che ora si vedrebbe addossata, ad esempio per essersi indebitata in contropartita in euro su un orizzonte temporale analogo alla cadenza del mutuo.

3. La Banca d'Italia ha debiti netti sul sistema dei pagamenti TARGET2, e dunque verso la BCE, pari a quasi 357 miliardi di euro a fine 2016, ovvero pari a circa un quinto del debito pubblico in euro (Fig. 14). Questo debito, che nell'ambito del funzionamento normale dell'Unione monetaria è una sorta di posta contabile, perché non implica una scadenza per il rimborso ma solo un onere per interessi<sup>5</sup>, si trasformerebbe, nel caso di uscita dall'euro, in debito esplicito della Banca d'Italia, fuori dal perimetro della giurisdizione italiana, nei confronti di un creditore privilegiato, in quanto istituzione internazionale, come la BCE.

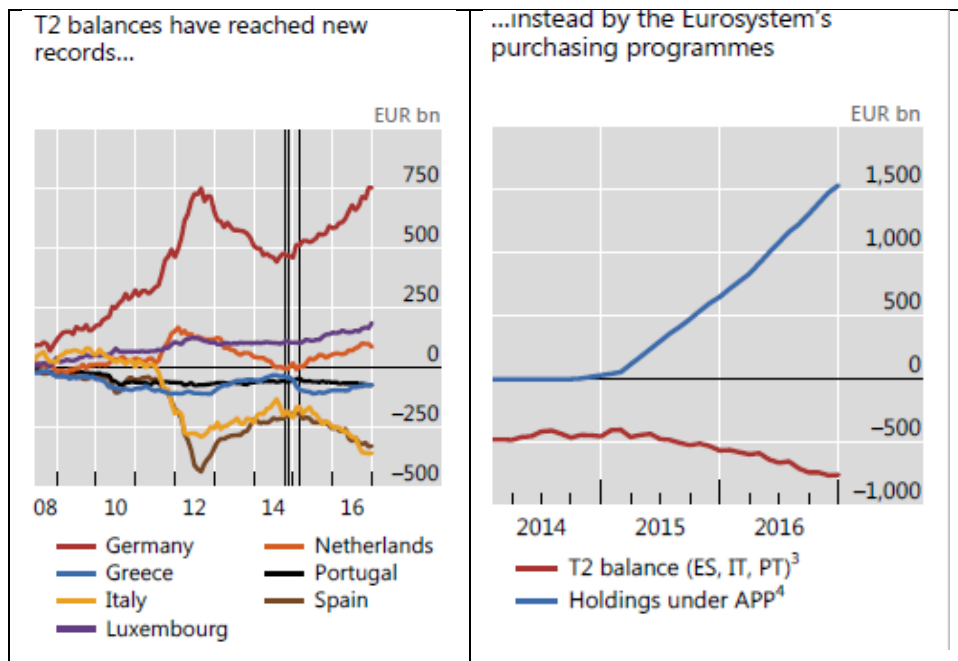
A fronte di questi costi, argomentano i sostenitori dell'uscita dalla moneta unica, ci sarebbe comunque il beneficio della riconquistata autonomia nella politica monetaria. Ciò renderebbe possibile, una volta abolito il divorzio Tesoro-Banca d'Italia del 1981, che mise fine all'obbligo per quest'ultima di sottoscrivere i titoli del debito pubblico inoptati in asta, calmierare i tassi d'interesse sul debito pubblico ridenominato nella nuova lira. Venendo meno il divieto generale previsto nei trattati per il sistema delle banche centrali dell'UEM di sottoscrizione dei titoli pubblici di nuova emissione, la Banca d'Italia potrebbe infatti

---

<sup>5</sup> Gli interessi sul saldo netto, a debito, connesso alla partecipazione al sistema TARGET2 sono diminuiti da 303 milioni di euro nel 2014 a 102 nel 2015 e a 27 nel 2016, nonostante l'incremento per 108 miliardi del saldo nel 2016, a causa della riduzione del tasso di remunerazione, ovvero il tasso marginale su rifinanziamento principale, azzeratosi dal 10 marzo 2016 (Banca d'Italia 2017b). All'incremento del saldo ha contribuito la meccanica delle operazioni di acquisto di titoli pubblici italiani da parte della Banca d'Italia, nell'ambito della politica di QE perseguita dalla BCE, acquisti realizzati prevalentemente sulla piazza di Londra nei confronti di operatori che hanno accreditato il ricavato presso sedi non italiane (in particolare, in Germania); Fig. 14 riquadro a destra. I saldi netti di ciascuna banca centrale nazionale dell'eurozona nei confronti della BCE sono interpretabili, in un regime di cambio fisso, come la cumulata degli afflussi (se a credito, come nel caso della Bundesbank) o deflussi (se a debito, come nel caso della Banca d'Italia) di riserve valutarie in contropartita alla somma di avanzi/disavanzi di parte corrente di bilancia dei pagamenti e degli afflussi/deflussi di capitali (per investimenti diretti e di portafoglio e per raccolta interbancaria all'estero) di un paese rispetto agli altri partecipanti all'UEM. Per esemplificare, ipotizzando un saldo nullo di partite correnti e considerando operazioni che coinvolgono solo operatori dell'eurozona, l'acquisto di titoli esteri da parte di operatori italiani o la vendita di titoli italiani da parte di investitori esteri o la diminuzione della raccolta bancaria fatta all'estero hanno l'effetto di aumentare il saldo netto a debito di Banca d'Italia nei confronti della BCE. Tuttavia, all'interno dell'unione monetaria, il debito non deve essere saldato riducendo le riserve in valuta estera, appunto perché si è regime di moneta unica, ma è una sorta di posta contabile che dà origine a oneri per interessi ma senza una scadenza per il rimborso del debito.

acquistare i titoli sul mercato primario, con ciò eliminando anche il rischio di default sul debito denominato nella valuta che ora potrebbe creare.

Figura 14 Saldi Target2 (miliardi di euro)



Fonte: BIS (2017)

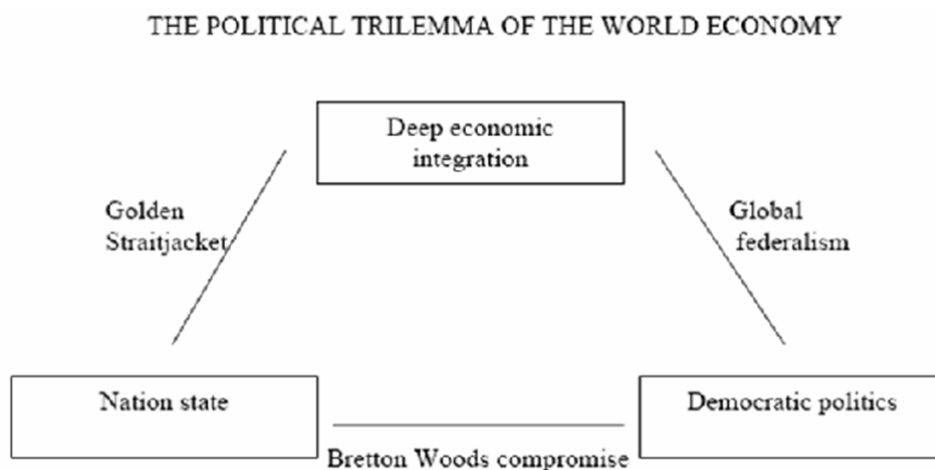
L'intervento della banca centrale sarebbe in effetti inevitabile perché investitori, italiani ed esteri, richiederebbero tassi di rendimento che incorporerebbero premi al rischio per cautelarsi entrambi da quello di svalutazione e i primi da quello di inflazione. Ciò nell'ipotesi ottimistica che vogliano comunque investire in titoli denominati nella nuova valuta di un paese che potrebbe, almeno nell'immediato, andare incontro a fenomeni diffusi di insolvenza tra imprese e banche, con ricadute sulla finanza pubblica per probabili salvataggi bancari, a causa degli squilibri patrimoniali derivanti dall'aumentato onere di contratti di debito, in euro, stipulati nell'ambito di giurisdizioni estere.

Per forzare la sottoscrizione del debito pubblico da parte di soggetti italiani, così da ridurre i vincoli posti dall'accesso ai mercati finanziari internazionali (ad esempio a causa del deterioramento del rating sul rischio sovrano su titoli denominati in valuta estera), sarebbe necessaria la reintroduzione di vincoli di portafoglio a operatori finanziari, bancari e non, combinata con l'imposizione di vincoli nei movimenti di capitale (rimossi, in ritardo rispetto ad altri paesi avanzati, all'inizio degli anni '90). Ciò impedirebbe di investire sulla base di

considerazioni di rischio/rendimento, introducendo di fatto un'imposta patrimoniale, e dunque in violazione del principio di *no tax without representation*, perché non occorrerebbe una specifica approvazione parlamentare, e distorcendo le scelte di mercato dei datori di fondi, che non potrebbero più basarsi su valutazioni di convenienza economica nell'allocazione di portafoglio e nella selezione dei progetti economici da finanziare. Un paese che si isolasse così dai mercati finanziari internazionali dovrebbe naturalmente valutarne gli ulteriori costi, derivanti sia da presumibili atti di ritorsione da parte degli altri paesi sia dalla ridotta attrattività per investimenti esteri, diretti e di portafoglio.

#### 4. Sovranità nazionale e democrazia

L'uscita dell'euro, e dunque dall'UE, avrebbe il beneficio di far riacquisire ai cittadini-elettori la potestà di determinare democraticamente la politica economica e monetaria del paese, altrimenti definita a livello sovranazionale da organismi politici e da strutture burocratiche nominati con procedure di secondo livello, senza un diretto coinvolgimento dei singoli cittadini. La plausibilità di questa argomentazione cozza però con il cosiddetto trilemma della globalizzazione di Rodrick (2007, 2016), una sorta di teorema dell'impossibilità logica nel perseguire contemporaneamente troppi obiettivi, originariamente usato per impostare per l'economia mondiale il tema democrazia-globalizzazione ma che può ben applicarsi al caso democrazia-UEM.



Nello schema originale, i tre obiettivi sono la sovranità nazionale dello stato (vertice a sinistra in basso), scelte politiche basate sulle scelte democratiche dei singoli cittadini dell'intera area economica (vertice a destra in basso), una integrazione economica profonda tra i paesi dell'area, dai mercati alle politiche economiche agli assetti giuridici (vertice in

alto). Quest'ultimo obiettivo può essere reinterpretato come una vera Unione Economica e Monetaria, in cui ad esempio ci sia mutualizzazione del debito pubblico, con la condivisione del rischio da parte di tutti i paesi dell'Unione, e le costituzioni nazionali non ostacolano il funzionamento della politica monetaria unica da parte di una autentica banca centrale europea, come è invece il quadro normativo entro il quale opera la Corte costituzionale tedesca. Ancor più chiaramente, un'autentica UEM dovrebbe prevedere il superamento della distinzione, piuttosto ardua da razionalizzare, tra politica monetaria, che il Trattato di Maastricht attribuisce come competenza esclusiva all'Unione per i paesi che adottano l'euro (Trattato sul funzionamento dell'Unione (TFEU), art. 3) e politiche economiche che gli stati coordinano nell'ambito dell'Unione (TFEU, art. 5).

Rodrik argomenta che gli obiettivi sono logicamente perseguibili solo a coppie, adottando a questo fine politiche che implicano la rinuncia al terzo obiettivo. Così, se si vogliono perseguire sovranità nazionale e processo decisionale democratico, non è possibile perseguire il terzo obiettivo, poiché le politiche economiche nazionali ostacolano la creazione di un'unica area economica. Questo assetto è in effetti quello che si è realizzato dopo la seconda guerra mondiale con gli accordi di Bretton Woods: vincoli nei movimenti di capitale per consentire politiche monetarie autonome pur in presenza di cambi fissi, ancorati al dollaro, aggiustabili sotto la supervisione del FMI. Questo assetto è finito nel 1971, con la dichiarazione del presidente Nixon della fine della convertibilità del dollaro in oro. Successivamente è iniziata l'era della moneta puramente fiduciaria, così denominata perché fondata sulla reputazione della banca centrale che la crea, di regimi di cambio più o meno flessibili, con diversi tentativi tra i paesi dell'allora Comunità Economica Europea di adottare fasce ristrette di oscillazione dei cambi, di cui l'Accordo di cambio europeo precedentemente menzionato è stata l'ultima incarnazione prima dell'UEM, di progressivo smantellamento dei vincoli nei movimenti di capitale, nei paesi avanzati e in quelli emergenti. Agli inizi degli anni '90 del secolo scorso anche Francia e Italia, ultimi tra i maggiori paesi europei, hanno liberalizzato completamente i movimenti di capitale.

Se si vogliono perseguire sovranità nazionale e creazione di uno spazio economico unico, non è possibile lasciare potere decisionale al singolo cittadino-elettore, dato che gli interessi dei singoli stati, formalmente uguali sul piano del diritto internazionale, ma nei fatti con diverso peso politico e diversi interessi nazionali, richiedono regole che vincolino contro comportamenti opportunistici a danno degli altri stati (nella terminologia usata da Rodrik, manette auree). Nel caso dell'UEM, che allo stato attuale mostra uno squilibrio nei progressi

tra la componente monetaria rispetto a quella economica, possono essere interpretati in questo modo ad esempio i vincoli su deficit e debito pubblico nazionali, per scoraggiare il ricorso eccessivo a emissioni di titoli che sono comunque denominati in un'unica valuta, con rischi di aumento dei tassi di rendimento anche per emissioni di debito da parte di paesi "virtuosi", e dunque con ricadute negative sui loro contribuenti. Come tutte le regole rigide, che non tengono conto della situazione economica contingente nella quale sono da applicare, queste regole possono essere "stupide". Il rimedio ovvio è quello di mitigare o annullare le motivazioni che ne sono all'origine, ovvero superare la mutua diffidenza tra stati per giungere, attraverso cessioni di sovranità nazionale negli ambiti cruciali per la politica economica e monetaria, a una autentica Unione Economica e Monetaria. E' questo il caso della terza coppia di obiettivi compatibili, in cui i singoli cittadini di qualunque paese hanno lo stesso peso decisionale nel legittimare con il loro voto le istituzioni sovranazionali, Parlamento e Commissione, che devono a loro volta nominare i vertici degli organismi tecnici preposti al buon funzionamento dell'UEM.

Il trilemma fa emergere con nettezza la scelta che pone l'esperimento storico di una moneta unica e della banca centrale europea senza una vera conduzione unitaria della politica economica, e di quella fiscale in particolare. Da un lato, rendere credibile l'unione monetaria, creandone i presupposti necessari per la gestione a livello europeo dei grandi capitoli della spesa e delle entrate pubbliche e del debito pubblico; dall'altro, accettare il fallimento dell'esperimento, con un ritorno a un'area di libero scambio, con cambi fluttuanti tra gli stati aderenti, con ciò gettando alle ortiche gli enormi investimenti in risorse economiche e umane fatti nell'arco di più decenni. Questa seconda alternativa appare ancor più rischiosa se si considera come, sul piano geopolitico, negli ultimi decenni si siano affermati nella scena mondiale grandi paesi, con un potenziale economico e politico incomparabile con gli analoghi parametri di singoli stati europei, Germania inclusa (che, è opportuno ricordare, non è tra i membri permanenti del Consiglio di sicurezza dell'ONU e non dispone di capacità militari paragonabili a Francia o UK, per restare in Europa).

In questa prospettiva, non sono convincenti, quando si voglia analizzare l'esperimento storico dell'UEM, le argomentazioni, molto veicolate sulla rete, di Guarino (2014), che solleva dubbi sulla legittimità giuridica della stessa nascita dell'euro (usando persino i termini di golpe e di colpo di stato, Guarino cit, pp. 40-41), perché la collega al Regolamento comunitario 1466/97, più noto, anche se ne è solo una parte, come Patto per la stabilità e la

crescita<sup>6</sup>. L'adozione del Regolamento per definire i prerequisiti per la decisione finale sull'ammissione degli stati che sarebbero divenuti membri dell'eurozona sin dall'inizio avrebbe causato una violazione di quanto normato in una fonte di rango costituzionale, il Trattato di Maastricht, che istituisce l'UEM. La violazione consisterebbe nel fatto che avendo il Regolamento previsto per i paesi aderenti all'UEM il vincolo di un indebitamento netto almeno nullo nel medio termine, si sarebbe contraddetta l'autonomia del singolo stato quanto alle politiche economiche utili a perseguire la crescita, prevista nel Trattato di Maastricht. Secondo Guarino, porre quel vincolo sull'indebitamento sarebbe dunque in contraddizione con l'obiettivo della crescita - ed è questa una tesi tutta da dimostrare sul piano economico - previsto nel Trattato, che è giuridicamente sovraordinato al Regolamento.

Questi rilievi, sollevati per la prima volta nel 2006 (Guarino 2014, pp. 22-23), anche quando fossero corretti sul piano formale (ma è significativo che siano rimaste posizioni isolate nella dottrina), e ancor più le implicazioni che se ne traggono circa la nullità di tutti gli atti che hanno portato alla creazione dell'euro, colpiscono per la loro astrattezza rispetto a un processo storico già avviato da oltre un decennio e contrassegnato da importanti innovazioni giuridiche, istituzionali, nelle regole e nella prassi dei mercati bancari e finanziari, con un ampio impiego di risorse economiche e umane; scelte condivise da decisori legittimati dal voto nazionale, e comunque convalidate, secondo procedure di ratifica proprie di ciascun paese; da ultimo, con il Trattato di Lisbona.

Un recente sviluppo che incoraggia circa la realizzabilità, anche in tempi relativamente rapidi, di cessioni di sovranità nazionale e di messa in opera di meccanismi sovranazionali per definire regole di mercato, per vigilarne il rispetto e per gestire situazioni di crisi in qualunque paese, è costituito dalla messa in opera, nell'arco di poco più di un biennio, dell'unione bancaria.

In sua assenza, si è sperimentata dal 2010 una frammentazione su basi nazionali della stessa politica monetaria. In un'economia moderna la moneta, costituita prevalentemente dai depositi bancari, serve innanzitutto per realizzare scambi sia sul mercato dei beni e servizi sia sui mercati finanziari (Marotta 2013). Chi si veda accreditare questi depositi deve potersi fidare della solidità della banca; in caso contrario, i titolari dei depositi sarebbero spinti a

---

<sup>6</sup> Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio del 7 luglio 1997 per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche. Questo è uno dei due Regolamenti, vincolanti, che assieme a una Risoluzione del Consiglio europeo, non vincolante, compone il Patto. Patto e non un trattato, a denotarne la natura di atto basato sul consenso politico dei governi firmatari.



chiederne cautelativamente il rimborso immediato. La percezione di mercato di una diversa rischiosità dei sistemi bancari nazionali ha mostrato con tutta evidenza che un, se non il, fattore determinante è stato costituito dalle condizioni della finanza pubblica (rischio sovrano) di ciascun paese. Si è così resa manifesta la contraddizione tra una moneta unica e un debito pubblico cui, sebbene emesso nella stessa valuta, viene assegnato dal mercato un diverso rischio di credito a seconda del paese emittente, con ciò influenzando sulla valutazione del rischio del sistema bancario del paese. L'unione bancaria, con i suoi tasselli fondamentali costituiti dalla vigilanza unica in capo alla BCE (attivata dal novembre 2014), da un sistema unico per la risoluzione di crisi bancarie, con la messa in comune di risorse di provenienza nazionale per gestire interventi di ristrutturazione che minimizzino i costi sui contribuenti (attivato dal gennaio 2016), e da un sistema per garantire i depositi fino a 100.000 euro per depositante, non ancora unico ma che prevede l'armonizzazione di sistemi nazionali, con regole minime comuni entro il 2024, può tagliare, quando sia completato anche il terzo tassello, il legame tra rischio della singola banca e rischio sovrano del paese in cui ha ottenuto la licenza bancaria, così da facilitare i rapporti tra buone banche e buone imprese, dovunque esse siano insediate. L'unione bancaria è inoltre una parte, sia pure fondamentale, dell'assetto complessivo delle autorità di regolamentazione finanziaria, ridisegnato per tener conto delle lezioni della crisi finanziaria internazionale del 2007-2008 e nel cui perimetro sono inclusi tutti i paesi UE.

Sarebbe paradossale che in conseguenza dell'uscita dall'euro e dall'UE l'intero settore finanziario italiano non dovesse condividere queste innovazioni fondamentali per una autentica UEM, rinunciando ai frutti dei cospicui investimenti in personale, strutture organizzative, assetti proprietari e di governance!

## **5. Conclusioni**

I problemi strutturali dell'economia italiana, *in primis* la stagnazione nell'andamento della produttività fin dai primi anni '90, precedono la decisione stessa di entrare nell'euro e sono da affrontare con strumenti congrui. Tra questi non rientra l'uscita dall'euro, per potere beneficiare della svalutazione della nuova lira. Nella migliore delle ipotesi si avrebbero effetti positivi solo di breve periodo e limitati alle imprese che producono beni la cui domanda è più elastica ai prezzi, ovvero quel comparto produttivo meno in grado di competere sulla qualità e quindi più aggredibile da produttori di paesi emergenti e in via di sviluppo, con divari incolmabili nei prezzi per beni standardizzati.

I costi della partecipazione all'euro<sup>7</sup>, innegabili per l'incompletezza delle condizioni che ne favorirebbero il buon funzionamento secondo i dettami delle aree monetarie ottimali, sono comunque sicuramente minori rispetto a quelli derivanti da un evento con elevati costi prevedibili sulla base dell'esperienza storica di crisi finanziarie e, quel che è più, di quelli non quantificabili, in ragione dell'incertezza giuridica e istituzionale che ne nascerebbe, data l'assenza di precedenti storici.

Meglio per l'Italia restare dentro il processo decisionale comune nell'UEM e nell'UE e parte integrante di un'area economica con un peso congruo per poter essere un protagonista sullo scenario geopolitico di un mondo globalizzato, contribuendo a far maturare le condizioni di progressive cessioni di sovranità nazionale, perché si proceda verso l'obiettivo di una autentica Unione Economica e Monetaria. Un esempio dei benefici della partecipazione a processi di co-decisione è stato dato in questi anni dalle scelte, a volte a maggioranza e non all'unanimità, fatte dal consiglio direttivo dell'eurosistema.

## Riferimenti biblio(sito)grafici

Altomonte, C. e I. Colantone (2017), *Ma sulla Germania The Donald forse ha ragione*, <http://www.lavoce.info/archives/45144/ma-sulla-germania-forse-ha-ragione/>

Banca d'Italia (2017a), *L'economia italiana in breve*, [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economia-italiana-in-breve/2017/iteconom\\_119\\_ita.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economia-italiana-in-breve/2017/iteconom_119_ita.pdf)

Banca d'Italia (2017b), *Il Bilancio della Banca d'Italia – anno 2016*, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bilancio-esercizio/2017-bilancio-esercizio/bil-eserc-2017.pdf>

BIS (2017), *Quarterly Review*, March [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1703u.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1703u.htm)

Cecchini, M. (1995), *L'Italia come il Messico " Fazio ricostruisce la crisi che affossò la lira a marzo*, [http://archiviostorico.corriere.it/1995/dicembre/28/Italia\\_come\\_Messico\\_Fazio\\_ricostruisce\\_co\\_0\\_95122812411.shtml](http://archiviostorico.corriere.it/1995/dicembre/28/Italia_come_Messico_Fazio_ricostruisce_co_0_95122812411.shtml).

di Mauro, F., K. Benkovskis, S. De Pinto, M. Grazioli (2016), *Fighting 'currency wars' with blanks: The limited role of exchange rates in export competitiveness*, <http://voxeu.org/article/limited-role-exchange-rates-export-competitiveness>.

Durand, C., Villemot, S. (2016), *Balance sheet after the EMU: an assessment of the redenomination risk*, <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2016-31.pdf>.

Duwicquet, V., J. Mazier, J. Saadaoui (2015). *Interest Rates, Eurobonds and Intra-European Exchange Rate Misalignments: the Challenge of Sustainable Adjustments in the Eurozone*, Document de Travail n. 2015 – 03, Strasbourg, BETA, <https://ideas.repec.org/p/ulp/sbbeta/2015-03.html>.

---

<sup>7</sup> Per ragioni di spazio non si affrontano e non si enumerano i vantaggi certi che ne sono derivati, a partire dalla riduzione degli oneri per interessi grazie all'adeguamento dei tassi sul debito pubblico italiano a quelli tedeschi già nella fase di annuncio dell'inclusione dell'Italia fin dall'avvio dell'UEM.

- Fazio, A. (1995). *Politica monetaria e bilancio pubblico in Italia*, Audizione presso il parlamento Europeo, [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov1995/Fazio\\_250995.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov1995/Fazio_250995.pdf).
- Filosa, R., G. Marotta (2011). *Stabilità finanziaria e crisi*, Bologna Il Mulino.
- Guarino, G. (2014). *Cittadini europei e crisi dell'euro*, Napoli, Editoriale Scientifica.
- Marotta, G. (2013), *Perché l'unione monetaria implica l'unione bancaria*, Il Mulino, 6/13/1010-1018.
- Marotta, G. (2014), Il Fiscal Compact, [presentazione](#).
- Marotta, G. (2015), *L'uscita dall'euro: uno strumento adatto a quale obiettivo?*, Il Mulino, 3/15, 522-530.
- Mediobanca Securities (2017), *Italy. Re-denomination risk down as time goes by*, <http://marcello.minenna.it/wp-content/uploads/2017/01/Italy-2017-01-19.pdf>.
- Nomisma (2015) *Potenziale manifatturiero*, Newsletter, <http://www.nomisma.it/index.php/it/newsletter/scenario/item/765-11-febbraio-2015-potenziale-manifatturiero>.
- Realfonzo, R., A. Viscione (2015), *Gli effetti di un'uscita dall'euro su crescita, occupazione e salari*, Economia e Politica, [http://www.economiaepolitica.it/primo-piano/gli-effetti-di-unuscita-dalleuro-su-crescita-occupazione-e-salari/#.VPmTI\\_mG-Ck](http://www.economiaepolitica.it/primo-piano/gli-effetti-di-unuscita-dalleuro-su-crescita-occupazione-e-salari/#.VPmTI_mG-Ck)
- Rodrik, D. (2007), *The inescapable trilemma of the world economy*, [http://rodrik.typepad.com/dani\\_rodriks\\_weblog/2007/06/the-inescapable.html](http://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/2007/06/the-inescapable.html)
- Rodrik, D. (2016), *Brexit and the globalization trilemma*, [http://rodrik.typepad.com/dani\\_rodriks\\_weblog/2016/06/brexit-and-the-globalization-trilemma.html](http://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/2016/06/brexit-and-the-globalization-trilemma.html)
- Siekmann, H. (2015), *The legal framework for the European System of Central Banks*, White Paper Series, No. 26, <http://hdl.handle.net/10419/109733>.
- Tenreyro, S. (2012), *The Argentine Crisis in Retrospect*, <http://personal.lse.ac.uk/tenreyro/The%20Argentine%20Debt%20Crisis%20in%20Retrospect.pdf>.
- Unione Europea (2010). *Trattati consolidati. Carta dei diritti fondamentali*, [http://europa.eu/pol/pdf/qc3209190itc\\_002.pdf](http://europa.eu/pol/pdf/qc3209190itc_002.pdf).

## Appendice. Estratti da Trattati consolidati (Unione Europea 2010)

### Articolo 49

Ogni Stato europeo che rispetti i valori di cui all'articolo 2 e si impegni a promuoverli può domandare di diventare membro dell'Unione. Il Parlamento europeo e i parlamenti nazionali sono informati di tale domanda. Lo Stato richiedente trasmette la sua domanda al Consiglio, che si pronuncia all'unanimità, previa consultazione della Commissione e previa approvazione del Parlamento europeo, che si pronuncia a maggioranza dei membri che lo compongono. Si tiene conto dei criteri di ammissibilità convenuti dal Consiglio europeo.

Le condizioni per l'ammissione e gli adattamenti dei trattati su cui è fondata l'Unione, da essa determinati, formano l'oggetto di un accordo tra gli Stati membri e lo Stato richiedente. Tale accordo è sottoposto a ratifica da tutti gli Stati contraenti conformemente alle loro rispettive norme costituzionali.

### Articolo 50

1 Ogni Stato membro può decidere, conformemente alle proprie norme costituzionali, di recedere dall'Unione.

2 Lo Stato membro che decide di recedere notifica tale intenzione al Consiglio europeo. Alla luce degli orientamenti formulati dal Consiglio europeo, l'Unione negozia e conclude con tale Stato un accordo volto a definire le modalità del recesso, tenendo conto del quadro delle future relazioni con l'Unione. L'accordo è negoziato conformemente all'articolo 218, paragrafo 3 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea. Esso è concluso a nome dell'Unione dal Consiglio, che delibera a maggioranza qualificata previa approvazione del Parlamento europeo.

3 I trattati cessano di essere applicabili allo Stato interessato a decorrere dalla data di entrata in vigore dell'accordo di recesso o, in mancanza di tale accordo, due anni dopo la notifica di cui al paragrafo 2, salvo che il Consiglio europeo, d'intesa con lo Stato membro interessato, decida all'unanimità di prorogare tale termine.

4 Ai fini dei paragrafi 2 e 3, il membro del Consiglio europeo e del Consiglio che rappresenta lo Stato membro che recede non partecipa né alle deliberazioni né alle decisioni del Consiglio europeo e del Consiglio che lo riguardano.

5 Per maggioranza qualificata s'intende quella definita conformemente all'articolo 238, paragrafo 3, lettera b) del trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

6 Se lo Stato che ha receduto dall'Unione chiede di aderirvi nuovamente, tale richiesta è oggetto della procedura di cui all'articolo 49.