

SHORT NOTES SERIES

N. 15

Uscita dall'euro: strumento adatto per quale obiettivo?

Giuseppe Marotta

Università di Modena e Reggio e Emilia e Cefin

Marzo 2015

Uscita dall'euro: strumento adatto per quale obiettivo?*

Giuseppe Marotta

Università di Modena e Reggio e Emilia e Cefin

Marzo 2015

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. Le iniziative promosse, sia sul territorio sia, ancor più, sulla rete, sono sfociate, ad opera del Movimento Cinque Stelle, in una raccolta di firme in corso per una proposta di legge, di iniziativa popolare, per una legge costituzionale che consenta 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).

In questa nota non mi soffermo sui profili di efficacia giuridica di queste iniziative. Mi propongo invece di esaminare la congruità dello strumento "uscita dall'euro" rispetto agli obiettivi enunciati dai proponenti. Il dibattito innescato su un tema così rilevante come i costi e i benefici dell'appartenenza all'eurozona, e che coinvolge un numero elevato di cittadini, solleva infatti temi cruciali per l'intreccio tra economia, diritto, rappresentanza politica in una società democratica.

Gli obiettivi principali che a mio parere si intendono perseguire con lo strumento dell'"uscita dall'euro" e dell'introduzione della nuova lira sono tre:

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

* La nota rielabora l'intervento a un convegno sul tema *Euro-exit* promosso dal Movimento Cinque Stelle, a Modena, Camera di Commercio, il 21 febbraio 2015.

ii. recupero dell'autonomia decisionale nazionale nella politica economica (monetaria, in particolare), con effetti benefici di natura strutturale 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* che si fa risalire a Ippocrate: nel caso di pericoli potenziali di natura e gravità sconosciuta per assenza di precedenti, è preferibile evitare rimedi che possano avere controindicazioni più gravi per la salute dell'infermo rispetto al male che si vuole curare. Nel caso dell'uscita dall'euro (moneta che peraltro continua ad attrarre, come testimoniato dall'ingresso nel 2015 del 19^a 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), gli effetti collaterali sono per definizione non noti, perché si tratterebbe di un evento senza precedenti, data la natura dell'esperimento storico di un'unione monetaria di stati sovrani dotati di piena autonomia nella politica fiscale e del debito pubblico, con una quota superiore a un sesto del PIL mondiale.

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

c. **Rischi di crisi finanziaria**, una crisi tripla nel gergo degli economisti perché contemporaneamente crisi valutaria, sovrana e bancaria, per gli squilibri patrimoniali a causa della ridenominazione nella nuova valuta dei debiti in euro, oltre che dello Stato, anche di imprese, famiglie, banche, enti pubblici territoriali, Banca d'Italia.

2. Il nesso svalutazione-crescita

La debole crescita dell'economia italiana è fatta risalire in tutti i sostenitori dell'uscita dall'euro al cambio reale sopravvalutato, così come suggerito dal confronto internazionale basato 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 dallo SME nel settembre 1992, innescando un fattore decisivo per la crescita del manifatturiero.

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

Innanzitutto, il tasso di cambio rilevante ai fini delle esportazioni nette è il tasso di cambio reale effettivo, che tiene conto del peso dei paesi partner 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 suoi fondamentali (Fig. 1, tratta da Duwicquet et al., 2015). 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.

In secondo luogo, considerando gli effetti, di significative svalutazioni in paesi avanzati, tra cui quella italiana del 1992, pur in presenza di effetti positivi sulle esportazioni nette, il tasso di crescita del PIL è rimasto quasi invariato tra il biennio precedente la svalutazione e quello successivo. 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 redditi da lavoro (Figure 2-4, tratte da Realfonzo e Viscione 2015). Ciò è in effetti quanto ci si può aspettare se la svalutazione deve raggiungere l'obiettivo di rendere più conveniente in termini di prezzi, all'export e all'import, la produzione nazionale: a parità di margini di profitto e di andamento della produttività, variabile economica quest'ultima relativamente invariante nel breve periodo, deve ridursi in termini reali il costo del lavoro.

In terzo luogo, il rifarsi a esperienze passate, perché percepite in modo positivo a dispetto del riscontro dei dati, per motivare proposte di politica economica è comunque un esercizio controfattuale da condurre con estrema cura. Il beneficio di competitività per le

esportazioni italiane è derivato dall'inedito basso 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 accettato di contenere le richieste salariali relativamente alla crescita della produttività, nel quadro di uno schema di tasso d'inflazione programmato e certamente per la consapevolezza di sindacati e imprenditori dei rischi della crisi finanziaria sfiorata 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 dallo SME, si veda l'audizione al Parlamento Europeo dell'allora Governatore della Banca d'Italia (Fazio 1995). Quel contesto di relazioni sociali cooperative che ha favorito l'effetto positivo della svalutazione sulle esportazioni nette, pur se senza significative modifiche nei tassi di crescita del PIL, è ben difficilmente replicabile oggi.

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 all'economia italiana, nonostante il paese avesse piena autonomia nella politica monetaria e fiscale e non si prefigurasse neanche la possibilità concreta di un'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.

In quarto luogo vi sono aspetti che dal punto di vista dell'analisi economica sollevano perplessità circa l'adeguatezza dello strumento svalutazione della nuova lira relativamente all'obiettivo dello stimolo della crescita.

Un guadagno di competitività tramite la svalutazione del cambio ha effetti differenziati a seconda della elasticità al prezzo dei beni e servizi oggetto di transazioni internazionali. Va bene per 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 per la tecnologia e le competenze specialistiche incorporate nei beni. Non va bene per produttori inseriti in catene globali di valore, come è il caso per buona parte del sistema manifatturiero italiano rispetto a grandi imprese tedesche e francesi, perché il committente finale, che si rapporta con gli acquirenti finali con prezzi denominati nella sua valuta di riferimento, seleziona i fornitori sulla base della qualità e dell'affidabilità nelle consegne, piuttosto che sul prezzo.

Da queste considerazioni derivano alcune implicazioni. Il divario di prezzo tra produttori italiani e di paesi emergenti e in via di sviluppo rimarrebbe comunque sempre elevato, anche dopo una 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 di una ricomposizione della attuale 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.

Si dovrebbe poi mettere in conto un effetto depressivo sulla domanda interna a causa della caduta della capacità e della disponibilità di spesa delle famiglie, 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, fatti salvi casi eccezionali come l'attuale calo delle quotazioni delle materie prime o il sopra menzionato accordo di concertazione sociale del 1992-93, dell'elevato contenuto, in ogni caso difficilmente sostituibile nel breve-medio periodo, di importazioni per beni (energia, alimentari, altri beni di consumo, durevoli e non) e servizi (es. finanziari, consulenza, canoni per licenze ecc).

Infine, la crisi economica ha creato ostacoli a un rimbalzo dell'offerta sollecitato da 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

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 trattati¹, 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 e della Danimarca, indicati come paesi "in deroga"). 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.

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).

¹ 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).

L'aspetto critico di questa procedura è: cosa succederebbe all'economia italiana nelle more del completamento della procedura una volta aperta, tenuto conto che gli operatori adotterebbero comportamenti precauzionali per evitare perdite in conto capitale già sulla base di aspettative di apertura della procedura stessa?² Alcune esemplificazioni, in assenza della reintroduzione di vincoli nei movimenti di capitale, non ammessi fin quando si sia membri dell'UE, possono lasciare intuire l'entità dei costi cui si potrebbe andare incontro.

a) Chi sottoscriverebbe, e a che condizioni, nuovo debito pubblico denominato nella valuta che si vorrebbe mutare? Per avere un ordine di grandezza del problema, la quota in scadenza del debito pubblico più il disavanzo nel 2014 arrivavano al 28 per cento del PIL (Banca d'Italia, 2014).

b) Da chi otterrebbero fondi, sia sul mercato interno sia e ancor più sui mercati internazionali, banche italiane che ci si aspetti escano dall'unione bancaria? I fondi sono stati sinora 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% a settembre 2014; Banca d'Italia, 2014).

c) Quale sarebbe l'impatto dell'incertezza giuridica sulla propensione degli investitori esteri a comprare obbligazioni, denominate in euro, emesse da imprese, enti territoriali e banche? L'incertezza giuridica, di fronte a un caso storicamente senza precedenti, coinvolgerebbe comunque tutti i contratti finanziari denominati in euro, stilati sotto la legge italiana e sotto la legge inglese (ovvero quella delle giurisdizioni in cui ricadono le piazze di emissione dei titoli, nel caso di paesi dell'eurozona prevalentemente Londra). Per quanto riguarda le obbligazioni, le informazioni veicolate sulla rete e sui siti degli stessi proponenti del referendum di legge popolare riprendono le stime di Nordvig e Firoozye (2012), secondo cui sotto la legge italiana ricade la quasi totalità delle obbligazioni del Tesoro e di enti pubblici territoriali (94%); significativamente minori sono le quote per banche e altre società finanziarie (39) e imprese non finanziarie (61).

A questo riguardo, almeno per quelli stilati sotto la legge italiana, i sostenitori dell'uscita dall'euro 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). Da un punto di vista economico, tuttavia, se contratti stilati in euro e ridenominati nella nuova lira implicassero per uno dei contraenti

² In Grecia, nel gennaio 2015, si sono avuti prelievi di circa il 40 % dei depositi.

una "eccessiva onerosità" potrebbero porsi le basi per 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 risolverlo, motivando la decisione con l'onere eccessivo che ora si vedrebbe addossata.

d) La Banca d'Italia ha debiti sul sistema dei pagamenti TARGET2, e dunque verso la BCE, pari a oltre 180 miliardi di euro a ottobre 2014 (Banca d'Italia, 2014), ovvero pari a circa l'8% del debito pubblico in euro. Questo debito, che nell'ambito del funzionamento normale dell'Unione monetaria non ha una scadenza all'interno del sistema dei pagamenti TARGET, comportando solo un onere per interessi, si trasformerebbe, nel caso di uscita dall'euro, in debito pubblico, fuori dal perimetro della giurisdizione italiana, nei confronti di un creditore privilegiato, in quanto istituzione internazionale, come la BCE.

Ma, 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 acquistare i titoli creando moneta, con ciò eliminando anche il rischio di default. L'intervento della banca centrale sarebbe inevitabile perché investitori, italiani ed esteri, per cautelarsi i primi dal rischio di inflazione e di svalutazione i secondi, richiederebbero premi più alti da incorporare nei tassi di rendimento. Ciò nell'ipotesi ottimistica che vogliano comunque investire in titoli denominati nella nuova valuta di un paese che potrebbe, almeno nella fase immediatamente successiva a un'uscita dall'euro, andare incontro fenomeni diffusi di insolvenza tra imprese e banche, con ricadute sulla finanza pubblica per finanziare probabili salvataggi, a causa degli squilibri patrimoniali derivanti dall'aumentato onere di debiti in euro, con contratti stilati in giurisdizioni estere.

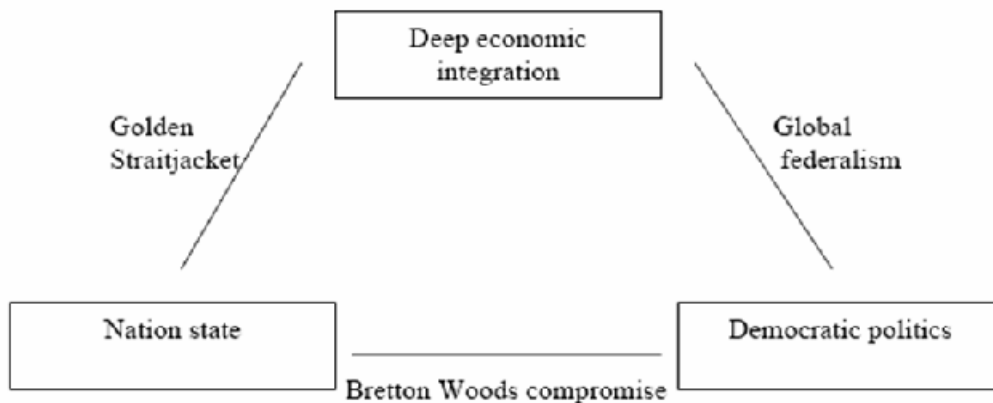
Uno strumento per forzare la sottoscrizione del debito pubblico solo da parte di soggetti italiani, per ridurre i vincoli posti dall'accesso ai mercati finanziari internazionali (ad

es. rating), sarebbe 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 agli operatori italiani 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 in cerca di finanziamenti. Un paese che si isolasse dai mercati finanziari internazionali dovrebbe naturalmente valutare i costi, tenuto conto dei presumibili atti di ritorsione da parte degli altri paesi, della 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 di Rodrick (2007), 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.

THE POLITICAL TRILEMMA OF THE WORLD ECONOMY



Fonte: Rodrik 2007

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). Ai fini dell'argomentazione svolta in questo lavoro, 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.

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 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 di Rodrik, manette d'oro). Nel caso dell'UEM, che allo stato attuale mostra uno squilibrio nei progressi tra la componente monetaria rispetto a quella economica, possono essere interpretati ad esempio in questo modo i vincoli su deficit e debito pubblico nazionali, per scoraggiare il ricorso eccessivo al debito pubblico, denominato nella stessa, 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.

Seguendo Rodrik, dunque, è possibile far 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 di gestione centralizzata 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 sia siano affermati nella scena mondiale grandi paesi, con un potenziale economico e politico incomparabile con gli analoghi parametri di singoli stati europei, fatta forse eccezione per la Germania.

In questa prospettiva, non sono convincenti quando si voglia analizzare l'esperimento storico dell'UEM le argomentazioni, diffusamente presenti sulla rete, di Guarino (2014), che solleva dubbi sulla legittimità costituzionale 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 come Patto per la stabilità e la crescita³. L'adozione del Regolamento per definire i prerequisiti per la decisione finale sull'ammissione degli stati all'avvio che sarebbero divenuti membri dell'eurozona avrebbe causato una violazione, ad opera dei governi nazionali e degli organismi dell'UE all'epoca, di quanto normato in una fonte di rango costituzionale, il Trattato di Maastricht, gerarchicamente sovraordinata, che istituisce l'UEM. La violazione consisterebbe nel fatto che avendo 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 nell'atto giuridico 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 avviato da oltre un decennio e che aveva già portato a 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.

³ 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.

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 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 (realizzata dal novembre 2014), da un sistema unico per la risoluzione di crisi aziendale, con la messa in comune di risorse di provenienza nazionale per gestire interventi di ristrutturazione che minimizzino i costi sui contribuenti, e da un sistema per garantire i depositi fino a 100.000 euro per depositante, non unico ma che prevede l'armonizzazione di sistemi nazionali, con regole minime comuni, può tagliare 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 l'intero settore finanziario italiano dovesse farsi da parte, rispetto a queste innovazioni fondamentali per una autentica UEM appena avviate, in conseguenza dell'uscita dall'euro!

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 attuali della partecipazione all'euro⁴, 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, 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.

⁴ Per ragioni di spazio non si affronta 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.

Riferimenti bibliografici

- Banca d'Italia (2014). *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, novembre, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2014-2/RFS2-2014.pdf>
- 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.
- 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>
- 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.
- 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.
- Nomisma (2015) *Potenziale manifatturiero*, Newsletter, <http://www.nomisma.it/index.php/it/newsletter/scenario/item/765-11-febbraio-2015-potenziale-manifatturiero>
- Nordvig, J., N. Firoozye (2012), *Rethinking european monetary union*, <http://www.policyexchange.org.uk/images/WolfsonPrize/nordvig%20-%20rethinking%20european%20monetary%20union.pdf>
- Rodrik, D. (2007), *The inescapable trilemma of the world economy*, http://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/2007/06/the-inescapable.html
- 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
- Unione Europea (2010). *Trattati consolidati. Carta dei diritti fondamentali*, http://europa.eu/pol/pdf/qc3209190itc_002.pdf.

Figure

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

Figure 2-4, tratte da Realfonzo e Viscione (2015)

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

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

Salari reali e quota salari sul pil – Valori cumulati nei tre anni successivi alla crisi valutaria (anni 1984-2013)

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

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.

CEFIN Short Notes

- 14 *Banche popolari e banche Spa: quale reazione agli aumenti di capitale?*, Ferretti, R. e Castelli, A. (Febbraio 2015)
- 13 *L'anatocismo tra nuove norme e vecchi problemi*, Cotterli S. (Gennaio 2015)
- 12 *Le financial transaction taxes e l'incidenza sui volumi negoziati: un'analisi empirica sull'Italia*, Calandrino, S. e Ferretti, R. (Settembre 2014)
- 11 *Il Key Investor Information Document*, Ferretti R. e Rubaltelli E. (Settembre 2012)
- 10 *Sostenibilità finanziaria e rischio politico degli schemi pensionistici a contribuzione definita: una prospettiva macroprudenziale*, Marotta G. (Giugno 2011)
- 9 *Economia e finanza nel settore metalmeccanico in provincia di Modena tra 2005 e 2008*, Poli E. (Giugno 2010)
- 8 *L'attention grabbing non funziona la domenica?*, Ferretti R. e Vignudini M. (Marzo 2010)
- 7 *Per una politica lungimirante del credito bancario: vincoli e condizioni*, Marotta G. (Giugno 2009).
- 6 *La pubblicità degli intermediari finanziari e gli effetti della crisi: alcune evidenze sul comportamento delle banche italiane*, Codeluppi V., Ferretti R. (Giugno 2009)
- 5 *Quanto vale essere il titolo della settimana?*, Ferretti R. (Marzo 2009)
- 4 *Il ruolo degli investitori retail nella performance a breve delle IPO italiane*, Ferretti R. (Febbraio 2008)
- 3 *Il rischio di longevità e la sua copertura: un'introduzione ai titoli mortality-linked*, Torricelli C, Loi G. (2007)
- 2 *Il credito al consumo: le caratteristiche dei messaggi pubblicitari*, Codeluppi V., Ferretti R. (Ottobre 2007)
- 1 *Fondi pensione ed equity risk premium*, Marotta G. (Giugno 2007)