



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"I COSTI E BENEFICI PRESUNTI DELL'USCITA DALL'UNIONE
MONETARIA EUROPEA"**

RELATORE:

CH.MO PROF. GIORGIO BRUNELLO

LAUREANDO: GIACOMO RANZATO

MATRICOLA N. 1136060

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

INDICE

INTRODUZIONE	4
1. CENNI STORICI:	5
1.1 La fine del boom economico e il decennio dell'inflazione	5
1.2 I timori dell'uscita dall'euro	9
2. CONCERTARE L'USCITA.....	11
2.1 Uscire dall' unione monetaria rimanendo nell'unione politica.....	11
2.2 Trattative con Bruxelles.....	11
2.3 Referendum	12
2.4 Produzione della lira per sostituire il circolante	12
2.5 Controllo sui capitali	14
2.6 Corsa agli sportelli.....	15
2.7 Nuova infrastruttura per i pagamenti interbancari.....	15
2.8 Aumento dei tassi di interesse	16
3. ATTUARE L'USCITA	18
3.1 Tasso di cambio.....	18
3.2 Come ridenominare il debito	19
3.3 Chi detiene il debito pubblico italiano.....	21
3.4 Saldo Target2	22
3.5 Eventuale default	24
3.6 Gli effetti della ridenominazione	25
3.7 Inflazione.....	26
4. RIACQUISIZIONE DELLA SOVRANITA' MONETARIA	28
4.1 Crisi di solvibilità: prima e dopo l'uscita	28
4.2 Politiche della BCE a seguito della crisi greca	29
5. SVALUTAZIONE.....	32
5.1 Concetti teorici	32
5.2 Benefici della svalutazione	34
5.3 Effetti della svalutazione	38
CONCLUSIONE	40
Bibliografia.....	41
Sitografia	42

INTRODUZIONE

Dopo l'esito delle elezioni del 4 marzo 2018 il tema dell'uscita dall'euro, inteso come l'abbandono della moneta unica e il ritorno alla lira, è tornato a riempire le pagine dei giornali e i dibattiti attuali.

L'Italia è tuttora afflitta dagli stessi problemi da 30 anni a questa parte e per molti, la possibilità di stampare la propria moneta, svalutare la lira e perseguire politiche monetarie slegate dai "diktat" di Bruxelles sarebbe un ritorno all'età dell'oro.

Ho ritenuto quindi interessante approfondire quelle che potrebbero essere le reali conseguenze dell'uscita dall'unione monetaria, per identificare i presunti costi e benefici.

L'elaborato inizia con una introduzione storica che va dagli anni 60 e l'inizio degli anni 80, periodo in cui terminò la golden age dell'economia italiana e iniziarono lentamente a manifestarsi le debolezze che ancora oggi caratterizzano la nostra economia.

L'introduzione poi fa un salto temporale per dare un'idea del contesto che ha dato vita ai movimenti No euro in Italia.

L'analisi poi inizia con la descrizione dei nodi chiave del piano di uscita: che vanno dalla fatidica domanda "È possibile uscire dall'unione monetaria rimanendo nell'unione politica?" per poi arrivare alle misure di emergenza per evitare eccessivi deflussi di capitali all'estero.

Successivamente si passa all'esecuzione dell'uscita con tutto ciò che comporta: ridenominazione, indipendenza monetaria, gestione del tasso di cambio e i problemi dell'inflazione.

Infine verrà trattato il tema della svalutazione partendo dagli assunti teorici, per poi vedere se una svalutazione "all'italiana" possa ancora dare i suoi frutti.

1. CENNI STORICI:

1.1 La fine del boom economico e il decennio dell'inflazione

Considerando che le problematiche dell'economia italiana sono sempre le stesse da 30 anni a questa parte, risulta opportuno riportare alcuni cenni della storia economica italiana tra fine anni '60 inizio anni '90. Questo periodo può risultare interessante poiché coincide con la fine della *golden age* e l'inizio di una fase storica caratterizzata da: forte inflazione, politiche di bilancio espansive e politiche monetarie accomodanti, che hanno portato alla crescita eccessiva del nostro debito pubblico

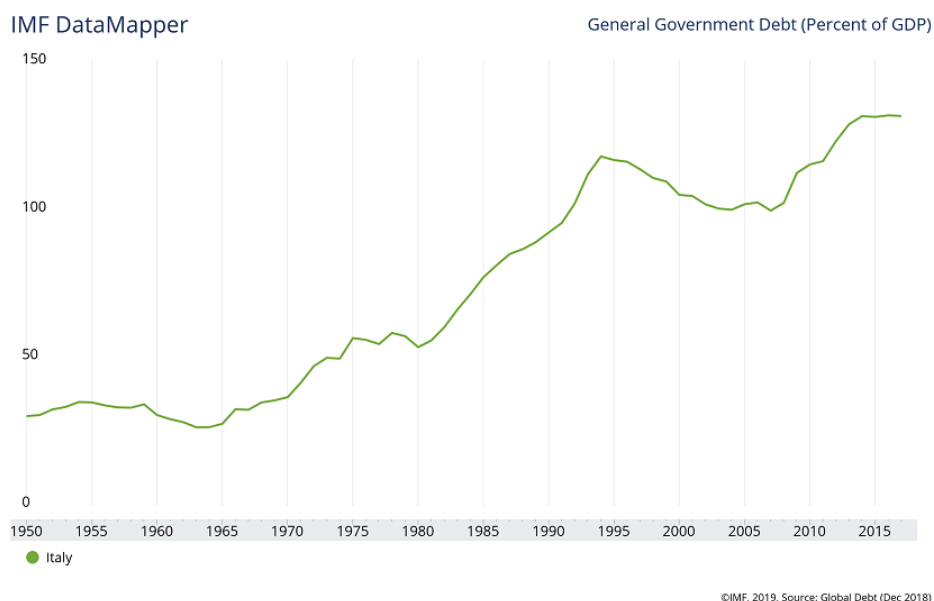


Figura 1: Rapporto deficit/pil, dati FMI

I primi problemi iniziarono a causa della Guerra in Vietnam, gli Stati Uniti si trovarono sempre più invischiati nel conflitto, che finanziarono attraverso deficit. Una sensibile porzione di tale debito venne monetizzata dalla FED, che si tradusse in un aumento di moneta; al contempo anche la bilancia dei pagamenti USA risultava in passivo e quindi vi fu un deflusso di dollari superiore al fabbisogno internazionale. Questa discrepanza iniziò a generare tensione sui prezzi dei mercati internazionali, che a loro volta si riflessero nei mercati interni. La seconda avvisaglia fu la svalutazione della sterlina (14%) attuata nel 1967 dalla Banca d'Inghilterra per correggere lo squilibrio strutturale della bilancia dei pagamenti.

I problemi in Italia iniziarono nel 1969, con l'autunno caldo. Dopo il lungo periodo di crescita sorretto anche da salari decisamente bassi, a fine anni '60 iniziò la stagione del rinnovo dei contratti collettivi dei lavoratori metalmeccanici. Questa fu la scintilla che diede inizio al lungo periodo di "conflittualità permanente", durante il quale si ottennero aumenti salariali

“uguali per tutti”. Gli aumenti salariali furono disordinati e mal gestiti dalle unioni sindacali e diedero un forte colpo al tessuto industriale italiano (Rodano 2018):

- I salari aumentarono in misura maggiore della produttività, spingendo in alto il costo del lavoro e riducendo quindi la competitività.
- Il tessuto industriale italiano è sempre stato caratterizzato da molte PMI e poche grandi industrie di proprietà statale. A causa dei deboli consumi interni si rivolgevano principalmente ai mercati esteri.
- Negli anni del boom economico le industrie italiane non investirono abbastanza né in sistemi di produzione capital intensive né in TFP

A questa situazione di per sé problematica si aggiunsero gli shock petroliferi: nel 1973 il prezzo al barile passò da 4,6 \$ a 15,5\$, per poi raggiungere i 37,9\$ nel 1980.

Questo shock era totalmente esogeno in quanto l’OPEC razionò la produzione come rappresaglia politica a seguito della guerra del Kippur.

A questi supply shock, il governo italiano rispose con interventi anticiclici (per nulla temporanei): il sistema pensionistico passò dal sistema contributivo a quello retributivo e venne introdotto il sistema sanitario nazionale (SSN). In quel periodo la Banca d’Italia non era indipendente e doveva sottoscrivere tutti i titoli di debito pubblico che il Ministero del Tesoro le chiedeva di acquistare.

In quegli anni si assistette a forti svalutazioni: alla fine del 1972 (da 182.991 marchi a 220.761) quando la Lira abbandonò il “serpente” monetario europeo e poi nel 1976 (da 265.524 marchi a 331.431). Come si può vedere dal grafico, la svalutazione della Lira rispetto al Marco Tedesco continuò gradualmente di anno in anno.

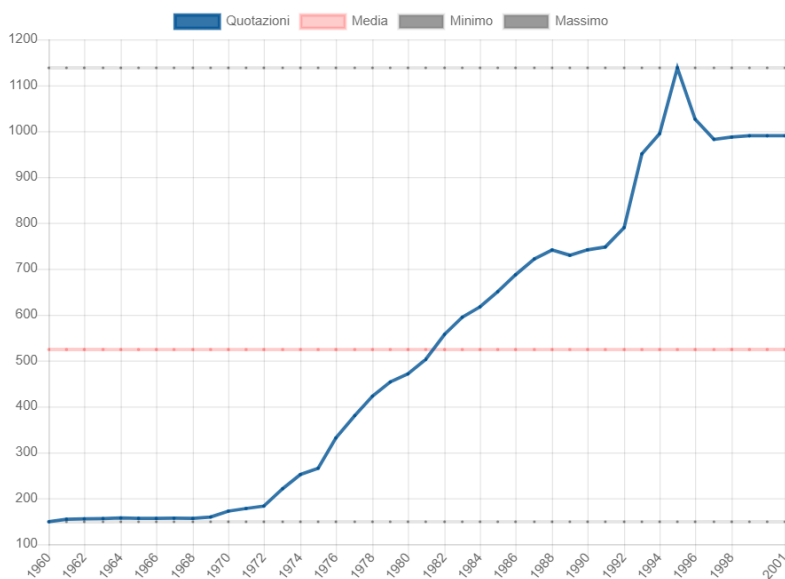


Figura 2: Cambio Lira- Marco, dati Banca d'Italia

Quel periodo fu caratterizzato anche da forte inflazione, partendo da un tasso del 2% del 1969 (fine della golden age) si arrivò ad un tasso pari al 21,3% nel 1980.

Il meccanismo alla base era dovuto proprio agli interventi anticiclici permanenti e la politica monetaria accomodante: lo shock negativo (illustrato in precedenza) deprime la domanda, le politiche anticicliche permettono di tornare al livello di produzione iniziale, tuttavia i salari reali diminuiscono a causa dell'aumento dei prezzi. A questo punto vi saranno pressioni sui salari per riacquisire il potere di acquisto, l'aumento del salario nominale riporta al problema iniziale: se il policy maker non provvede si finisce in recessione, se interviene il ciclo riparte dall'inizio (Rodano 2018). Questa continua rincorsa tra prezzi e salari genera poi una perdita di competitività che va a peggiorare la bilancia commerciale. A peggiorare il tutto fu l'indicizzazione dei salari del 1975 (Accordo Agnelli-Lama) che aumentò l'inerzia dell'inflazione.

Le cose iniziarono a cambiare nel 1980: con l'inflazione al 21,3%, un netto rallentamento della crescita del PIL (6% nel 1979, 3,4% nel 1980) il governo italiano decise di cambiare rotta.

La Lira entrò in modo graduale ed elastico nel Sistema monetario europeo (SME) e per rendere credibile tale impegno la Banca d'Italia venne resa gradualmente indipendente.

In primis la Banca d'Italia poté decidere in autonomia i volumi di titoli di stato da acquistare e anche operare liberamente nel mercato secondario. Inoltre venne chiuso il conto corrente di tesoreria aperto presso Bankitalia, in questo modo il Tesoro non poteva più attingervi liberamente per finanziare le proprie spese.

Successivamente le regole divennero ancor più restrittive: venne proibito alla Banca d'Italia di intervenire alle aste e venne ridotto il suo margine di manovra nel mercato secondario.

Il Sistema monetario europeo entrò in vigore il 13 marzo 1979, fu un accordo monetario nato per mantenere una parità di cambio prefissata che poteva oscillare all'interno di una banda $\pm 2,25\%$ (estesa al $\pm 6\%$ per l'Italia), l'unità di conto era l'ECU: dato dal valore medio dei cambi di un paniere di valute europee.

Per un paese con elevata inflazione come l'Italia, aderire ad un regime di cambio (seppur flessibile) risultò un problema, infatti se il livello dei prezzi interni è superiore a quello dei prezzi esteri il cambio reale si rivaluta facendo peggiorare la bilancia commerciale.

Per questo motivo l'Italia operò diverse svalutazioni : “I riallineamenti periodici delle parità centrali (concordati tra le banche centrali dei paesi aderenti allo SME) sono stati piuttosto frequenti negli anni ottanta. Per la lira furono i seguenti e tutti in deprezzamento: marzo 1981 (6%); ottobre 1981 (3%); giugno 1982 (2,75%); marzo 1983 (2,5%); luglio 1985 (8%) (Rodano 2018, p.124)”.

L'ultima svalutazione del 1985 coincise con l'adesione alla "banda stretta" e successivamente anche alla liberalizzazione dei movimenti dei capitali (gennaio 1990).

Poi attorno al 1987 il valore della lira (rispetto all'ECU) rimase piuttosto stabile, principalmente grazie al contro shock petrolifero di quegli anni.

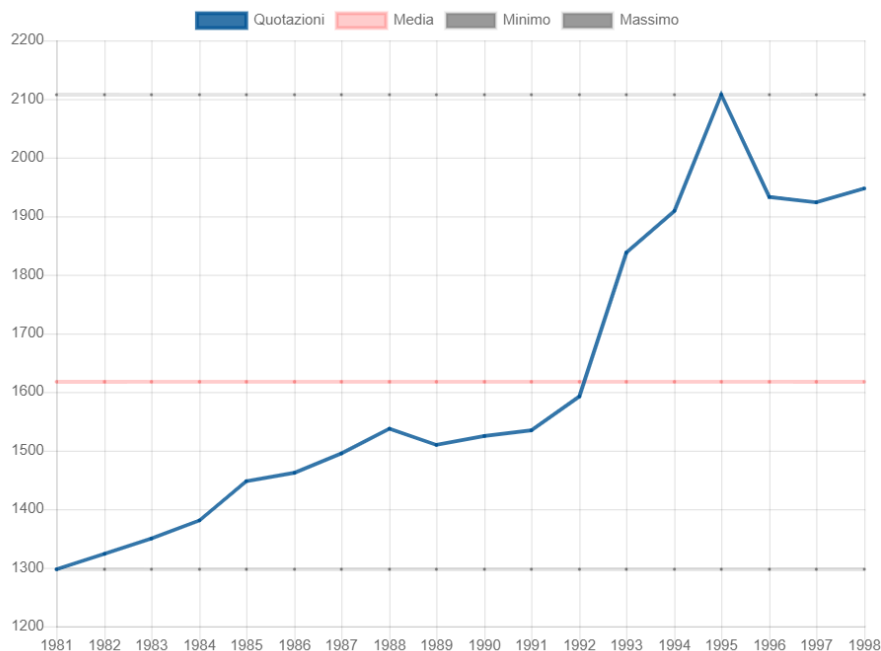


Figura 3 Cambio Lira-ECU, dati Banca d' Italia

Questa fase di stasi continuò fino al 1992 quando il 16 settembre la lira dovette uscire dallo SME dopo l'attacco speculativo contro la lira che portò ad una svalutazione di circa il 30%. Il problema di fondo fu la politica monetaria restrittiva della Bundesbank, che a seguito della riunificazione tedesca, alzò fortemente i tassi di interesse. Questo generò effetti negativi sui paesi vicini in quanto i tassi di interesse aumentarono praticamente ovunque e se gli altri paesi cercavano di evitare questa tendenza, il risultato era un deflusso di capitali verso la Germania (Rodano, 2018).

Questo periodo storico risulta significativo per la nostra analisi per due ragioni: le debolezze del sistema economico italiano non sono cambiate molto, ed è probabile che in caso di uscita il governo italiano sia tentato di utilizzare lo stesso approccio utilizzato in passato.

- Frequente ricorso a manovre anticicliche che hanno portato ad un elevato rapporto debito pubblico/GDP.
- Tassi di interessi elevati
- Stagnazione della produttività del lavoro e conseguente ricorso alla svalutazione competitiva

- Eccessivo utilizzo della monetizzazione del debito che causa un aumento dell'inflazione.
- L'inflazione erode i tassi di interesse sul debito ma al contempo fa apprezzare il cambio reale

1.2 I timori dell'uscita dall'euro

All'epoca dell'introduzione dell'euro vi furono diversi malumori anche tra gli economisti in quanto l'UME non rappresenta un'area valutaria ottimale, non è un'unione monetaria completa e sembra tuttora lontana dal diventarla (De Grauwe 2018).

Tuttavia l'Italia nei primi anni (fino al 2007-2008) poté godere di un clima economico favorevole: tassi di interesse molto bassi, inflazione contenuta e sotto controllo, discreta protezione dalle perturbazioni dei mercati finanziari.

Nonostante ciò in Italia la crescita rimase molto sottotono a causa di politiche economiche poco lungimiranti, trovandosi quindi ad affrontare la crisi del 2008 in una situazione di debolezza.

Lo scoppio della bolla dei prestiti subprime portò alla necessità di ricapitalizzare le banche, operazione che andò ad ingrassare i debiti pubblici dei vari stati europei.

Riduzione della domanda aggregata, aumento del debito pubblico, impossibilità di perseguire manovre anticicliche (a causa dello stesso debito) portò ad un lungo periodo di ristagno.

A complicare la situazione fu il cambio di rotta dei tassi di interesse sui titoli di stato italiani. Come si può vedere dal grafico sottostante, dal 1998 alla fine del 2007 il differenziale di rendimento a 10 anni tra BTP e BUND rimane pressoché identico. Dal 2008 i BTP diventano leggermente più rischiosi pur rimanendo piuttosto stabili fino al 2010, per poi esplodere a fine 2011.

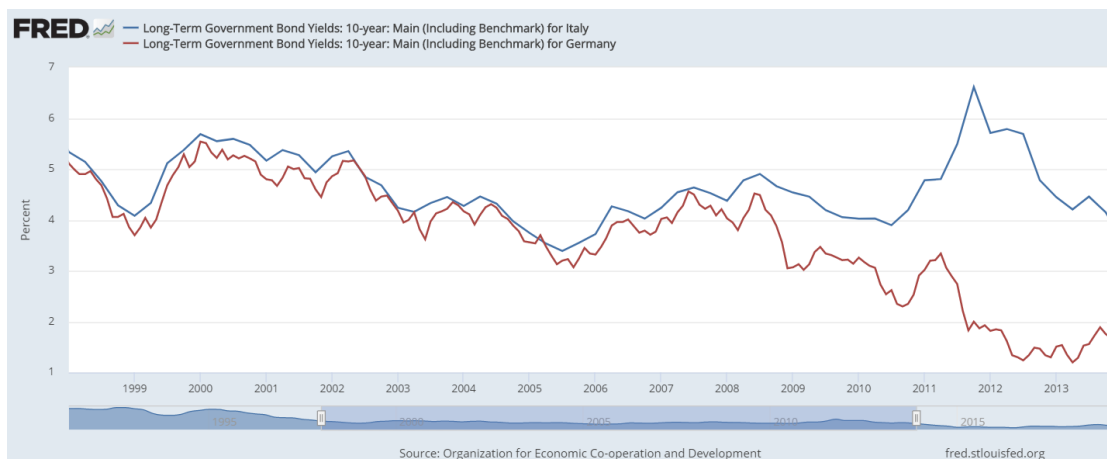


Figura 4 Spread BTP-BUND a 10 anni (1998-2011), Fonte: Federal Reserve Bank of Saint Louis

Questa “nuova” dinamica colse alla sprovvista i conti pubblici italiani. In quell’anno vi fu la crisi greca e gli agenti economici iniziarono a dubitare sulla permanenza nell’euro dei cosiddetti PIIGS (Portogallo, Italia, Irlanda, Spagna, Grecia).

I mercati quindi, dopo aver considerato egualmente rischiosi i titoli italiani e quelli tedeschi, iniziarono a chiedere tassi di interesse più elevati sui BTP, innescando una spirale di accumulazione del debito molto pericolosa. Di conseguenza il governo italiano adottò politiche pro-cicliche in modo da riacquisire la fiducia dei mercati, generando però un’ulteriore contrazione della domanda aggregata (Rodano, 2018). Nacquero in questo periodo i movimenti “no euro” con la demonizzazione dello “spread” e dell’“austerità”.

2. CONCERTARE L'USCITA

2.1 Uscire dall'unione monetaria rimanendo nell'unione politica.

In primis è necessario rispondere alla domanda “ E’ possibile uscire dall’Unione Monetaria rimanendo nell’Unione Europea?”.

La domanda risulta molto complessa, in quanto in principio l’adesione all’Unione Europea era stata pensata come una scelta “irreversibile”, pertanto era presente un vuoto normativo (Athanassiou 2009) .Successivamente con l’articolo 49A del Trattato di Lisbona (2009) poi esplicitato dall’articolo 50 del Trattato dell’Unione Europea, venne formalizzata la possibilità di recesso unilaterale da parte di un paese membro. Tuttavia, la semplice uscita dall’Unione Monetaria non sembra essere contemplata (Scott 2012).

Analizziamo quindi gli obblighi a cui devono adempiere i paesi Membri.

Gli stati membri dell’Unione Europea, una volta soddisfatti i criteri di convergenza devono aderire all’Unione Monetaria, nel frattempo l’art.139 del Trattato sul funzionamento dell’Unione Europea li identifica come “stati membri con deroga” esulano invece da questa fattispecie Regno Unito e Danimarca in quanto per le due nazioni valgono le “opt-out clauses”. Il caso particolare è rappresentato dalla Svezia, che ha da tempo soddisfatto i criteri di convergenza ma non ha ancora aderito all’Unione Monetaria, in quanto ha volontariamente deciso di non aderire agli AEC II (Accordi europei di cambio II). Alla luce di ciò non risulta chiaro se l’uscita dall’Unione Monetaria di uno stato membro dell’Unione Europea, sia da trattare diversamente rispetto un membro dell’Unione Europea che non ha però mai aderito all’Unione Monetaria (Eichengreen 2008). È quindi tuttora presente un vuoto normativo e risulta ingenuo trovare una risposta semplicemente deducendola dalle norme disponibili (Athanassiou 2009).

2.2 Trattative con Bruxelles

Si presentano quindi due casistiche: uscita dall’EU o uscita dall’UME. Le differenze principali sono due: l’uscita dall’Europa tout court richiederebbe negoziazioni che posticiperebbero l’uscita a tempi indefiniti moltiplicando enormemente i costi di uscita. Nel caso del solo recesso dall’unione monetaria non sarebbe richiesta una revisione degli accordi, sarebbe però consigliabile in quanto meno costoso, concordare con l’UE la ridenominazione di quei contratti che non ricadono in fattispecie contemplate dalle normative di riferimento (Nordvig 2014). Inoltre, alcune misure che l’Italia dovrebbe adottare in caso di uscita sarebbero in conflitto con la normativa europea, si pensi al controllo sui capitali (che verrà

spiegato successivamente), il che renderebbe ancor più necessario una gestione coordinata dell'uscita.

2.3 Referendum

La terza questione riguarda la necessità di consultare gli elettori, indicando quindi un referendum.

Nel caso di un'uscita tout court dall'UE, si potrebbe indire un referendum consultivo sull'applicazione dell'art. 50 del Trattato Europeo. In caso di recesso dalla sola Unione Monetaria la dinamica potrebbe essere più complessa. Nella fattispecie in cui l'euro fosse considerato a tutti gli effetti obbligatorio per i paesi membri UE, allora il tema stesso del referendum consultivo risulterebbe a sua volta incostituzionale, dando vita a problemi giuridici che "richiederebbero anni, decenni, per essere portati a conclusione" (Ugo De Siervo, 2017).

I tre punti sopra presentati forniscono un'idea del tempo che richiederebbe la fase di preparazione dell'uscita, e quindi l'incredibile incertezza (per non dire panico) che si riverserebbe sui mercati e tra la popolazione.

Dato che il focus di questo elaborato è analizzare le conseguenze dell'uscita dalla sola Unione Monetaria, assumiamo che a seguito delle lungaggini diplomatiche esposte in precedenza si giunga alla conclusione che sia effettivamente possibile uscire dall'UME rimanendo nell'Unione Europea. Bisogna inoltre sottolineare che l'esito di un'eventuale uscita "totale" dall'UE sarebbe ancor più imprevedibile, se il Regno Unito si trova tuttora bloccato in un tale impasse, l'uscita dall'UE di un paese membro dell'Eurozona risulterebbe ancor più catastrofica.

2.4 Produzione della lira per sostituire il circolante

Il tempo richiesto per produrre banconote è molto lungo, secondo la BCE durante il picco di produzione venivano prodotte un miliardo di banconote al mese (con 15 tipografie a disposizione) (Bootle, 2012).

Il numero di banconote circolanti nell'eurozona è di 22,806,157,713¹ e l'emissione netta cumulata del circolante (in pezzi) in Italia rispetto all'Eurozona è del 18%, se si considera invece il valore del circolante, la proporzione scende al 13% (Rinaldi 2018). Risulta quindi difficile fornire una stima attuale, tuttavia nella figura 1 si può vedere che nel 2017 il numero di banconote era di circa 3.7 miliardi. Considerando la capacità produttiva massima raggiunta

¹ Dati BCE, giugno 2019

per la produzione delle banconote euro sarebbero necessari 4 mesi, questo nel miglior scenario possibile.

Emissione netta cumulata (miliardi di pezzi)

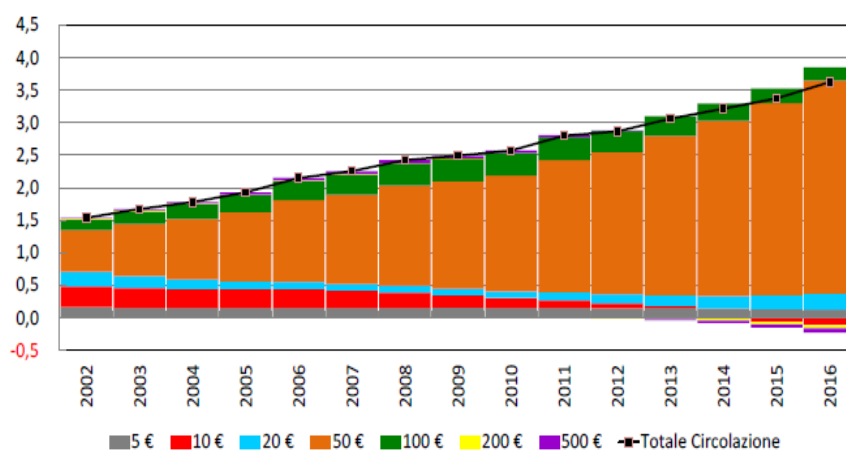


Figura 5 Fonte: Il contante nei pagamenti, Roberto Rinaldi, 2017

Per quanto riguarda le monete, il totale ammonta a 132,862,789,307², la maggior parte delle statistiche si riferisce al circolante in banconote, ma ipotizzando che la quota italiana sia del 13% otterremmo una quantità pari a 17.272.162.210. Il grafico sottostante presenta la quantità di monete emesse ogni anno a partire dal 2002:

EURO COINS: NET ISSUANCE IN ITALY(*)										
Year	Number of coins (millions of units)									Total Amount (millions of Euro)
	0,01	0,02	0,05	0,10	0,20	0,50	1,00	2,00	Total Quantity	
2002	1.061	917	1.048	908	953	805	717	323	6.732	2.128
2003	130	116	49	57	20	7	44	46	468	155
2004	192	137	142	135	74	35	96	81	892	315
2005	186	185	135	160	101	55	132	75	1.027	357
2006	185	142	106	118	83	31	128	21	813	223
2007	160	140	85	110	81	32	132	23	762	230
2008	172	154	87	122	107	41	135	14	832	226
2009	140	106	69	61	35	25	63	17	516	129
2010	211	173	100	99	65	49	67	54	818	232
2011	178	110	65	88	43	33	27	40	584	148
2012	171	117	58	49	23	18	3	18	457	64
2013	96	66	30	30	16	15	-14	11	250	25
2014	145	98	35	13	14	4	-10	9	307	20
2015	239	159	78	44	4	7	-19	17	527	32
2016	259	163	71	40	8	7	-9	20	559	49
TOTALE	3.526	2.781	2.157	2.033	1.626	1.164	1.491	767	15.544	4.334

Figura 6 Fonte: Banca d'Italia

² Dati BCE, giugno 2019

La penultima colonna ci fornisce la quantità netta di monete emesse, nel 2002 questa ammontava a 6732 milioni. Purtroppo, non è nota la capacità produttiva annua dell'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, ma ipotizzando che tale volume coincida con la capacità annua, sarebbero comunque necessari 3 anni per produrre monete a sufficienza.

Bisogna poi aggiungere che la nuova valuta dovrebbe essere resa disponibile in anticipo alle banche e ai negozi, nel caso dell'euro vennero distribuite 4 mesi prima.

Alcuni autori menzionano la possibilità di accelerare la diffusione della nuova lira ricorrendo alla valuta elettronica (Bootle 2012). Considerando però che in Italia nel 2015 vennero effettuate 88 operazioni pro capite contro le 215 dell'area euro (Rinaldi, 2017) risulterebbe piuttosto inefficace, per non dire controproducente.

2.5 Controllo sui capitali

Se la storia ci può insegnare qualcosa è che al minimo sentore di un'uscita dall'euro, i cittadini inizierebbero a spostare capitali e risparmi altrove. Questo problema si presentò già con la dissoluzione dell'Impero Austro-Ungarico, ma facciamo riferimento ad un caso più recente: la divisione della Cecoslovacchia nel 1993.

I cittadini a seguito del referendum 1992 prevedono correttamente che la divisione avrebbe riguardato tutti gli ambiti, fra cui la stessa moneta. Per questo motivo vi fu un afflusso di risparmi dalla Slovacchia alla Repubblica Ceca. Durante la divisione dell'unione monetaria la Cecoslovacchia impose controlli sui capitali e controllo dei confini tra il 4 e il 7 febbraio del 1993. Inoltre, venne limitata la quantità di contanti convertibili in altre monete, pari a CSK 4000 che corrispondeva a poco meno di un salario mensile (Bootle, 2012).

Sarebbe quindi necessario implementare un blocco dei capitali e una temporanea sospensione della libera circolazione di merci e persone. Un tale provvedimento sarebbe contrario alla normativa UE, tuttavia l'articolo 66 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea consente l'imposizione di un controllo sui capitali per un periodo non superiore a 6 mesi, previa approvazione della Commissione Europea, BCE e una maggioranza qualificata degli Stati Membri. Non dovrebbe essere problematico ottenere l'approvazione, in quanto già nel 2013 Cipro ha ottenuto il permesso di imporre il controllo dei capitali per ragioni riguardanti la stabilità finanziaria (Nordvig, 2014).

Il vero problema, che renderebbe subottimale qualsiasi tipo di limitazione alla circolazione dei

capitali è che l'euro continuerebbe ad esistere anche dopo il periodo di transizione, quindi i cittadini non dovrebbero far altro che attendere la scadenza del blocco.

2.6 Corsa agli sportelli

I cittadini al primo sentore di uscita farebbero il possibile per ritirare il maggior numero di contanti, questo renderebbe necessaria una misura in stile “corrallito” (Passacantando, 2017). Il che porterebbe ad una restrizione del contante e quindi un maggiore ricorso ai pagamenti attraverso carte. È stato però dimostrato che una restrizione del circolante porterebbe ad una contrazione dei consumi, di conseguenza anche della domanda aggregata già di per sé depressa dall' aumento del premio al rischio e il blocco dei capitali.

Inoltre, ricollegandoci ai dati forniti in precedenza, l'utilizzo di pagamenti alternativi al contante è meno diffuso rispetto al resto d' Europa il che renderebbe la contrazione dei consumi ancor più significativa.

Senza contare che il limite alla circolazione di persone, merci e capitali equivarrebbe già di per sé ad una paralisi dell'economia.

2.7 Nuova infrastruttura per i pagamenti interbancari

Gran parte delle operazioni di pagamento avvengono tra clienti di banche diverse, le quali per completare le transazioni devono disporre di reti informatiche attraverso le quali scambiare dati e impartire gli ordini di regolamento delle varie operazioni. Come spiegato da Passacantando (2017) vi sono diverse tipologie di infrastrutture, quelle più importanti devono soddisfare standard elevati per evitare malfunzionamenti operativi, assicurare cyber-sicurezza, e i rischi finanziari che potrebbero manifestarsi se uno degli aderenti all'infrastruttura non disponesse della liquidità necessaria.

Lo standard che si è imposto a livello internazionale è quello dei sistemi di regolamento “lordo” in tempo reale gestiti dalle banche centrali, in inglese Real Time Gross Settlement systems (RTGS).

Nei primi anni novanta il tempo per trasferire fondi tra paesi era in media 5 giorni ma in alcuni casi richiedeva anche più di un mese. Con l'aumento delle transazioni internazionali le imprese europee dovevano detenere un ampio portafoglio di valute (con relativo rischio di cambio) e dovevano affidarsi a sistemi di regolamento eterogenei tra loro.

I consumatori non erano esclusi da queste problematiche in quanto erano costretti a pagare alle banche commissioni elevate, senza alcuna certezza sul tempo di esecuzione del pagamento.

Il sistema RTGS della Banca Centrale Europea è il Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET2), che costituisce uno dei più avanzati e complessi RTGS al mondo. In caso di uscita la Banca d'Italia dovrebbe dotarsi di una nuova infrastruttura, infatti l'analogo sistema nazionale (BI-REL) è stato dismesso da dieci anni e Bankitalia avrebbe accesso a TARGET2 solo per regolare le transazioni in euro.

Perdere l'accesso a TARGET2 ha due implicazioni:

1. I sistemi di RTGS sono necessari per accedere alle principali infrastrutture dei mercati valutari e finanziari internazionali, per regolare le operazioni in titoli l'Eurosistema utilizza da due anni il Target 2 Securities (che ha sostituito il sistema nazionale Express2).
2. Lo stesso discorso vale per l'accesso alla principale rete mondiale per regolare le operazioni in cambi Continuous Linked Settlement (CLS).

Se la produzione della nuova lira risulterebbe difficile da condurre in segretezza, costruire un'infrastruttura informatica così complessa sarebbe decisamente impossibile (Passacantando, 2017).

2.8 Aumento dei tassi di interesse

I preparativi per l'uscita dall'Unione Monetaria Europea richiederanno molto tempo e come già detto sarà difficile condurli in segreto, pertanto già in questa primissima fase i tassi di interesse sul debito pubblico saliranno a livelli molto elevati.

Per dare un ordine di grandezza, nel 2018 il governo italiano ha mandato in fermento i mercati: prima con la proposta di nominare prof. Savona a capo del MEF e poi con la lunga trattativa con Bruxelles circa l'ammontare del deficit da fissare con la legge di bilancio.

Possiamo vedere gli effetti di queste dichiarazioni sullo spread BTP-BUND del rendimento dei titoli a 10 anni, è iniziato a salire dai 122 punti base di maggio 2018 per poi raggiungere quota 327 a novembre dello stesso anno.



Figura 7 Andamento spread BTP-BUND, Dati Sole 24Ore

Se le dichiarazioni dello scorso anno, senza essere seguite da fatti, hanno fatto salire in questo modo i tassi di interesse, in caso di uscita la situazione sarebbe molto più drammatica.

3. ATTUARE L'USCITA

3.1 Tasso di cambio

Per introdurre la nuova Lira bisognerà fissare il tasso di cambio, secondo Bootle (2012) ad una prima considerazione risulta irrilevante. In uno scenario ideale non cambierebbe nulla tra introdurre la lira a 50 o 1 euro, infatti se i prezzi aumenteranno di 50 volte, lo stesso faranno i salari. Successivamente all'introduzione del tasso di cambio, i mercanti delle valute deprezzerebbero la lira indipendentemente dal tasso di cambio.

Non viviamo però in un mondo ottimale, quindi vi sono alcune considerazioni da fare.

Con un tasso di conversione 1:1 si evita il problema dell'arrotondamento. Ipotizziamo che il tasso di conversione sia 2.99 euro, se un biglietto del tram costava precedentemente 1.30 euro ora sarebbe a 3.88 lire e sarebbe quindi probabile un arrotondamento a 3.9 per non dire a 4 (Bootle, 2012).

Inoltre la conversione dei prezzi introduce un effetto distorsivo nella misura in cui i cittadini (e anche le autorità di vigilanza) non riescono a distinguere tra un aumento effettivo del prezzo e un aumento dovuto ad un illecito arrotondamento del cartellino. La poca trasparenza dei prezzi aumenterebbe quindi l'asimmetria informativa rendendo il mercato meno efficiente (De Grauwe, 2018).

Al contempo però una conversione dei depositi in lira al cambio 1:1, sapendo con certezza che l'euro si apprezzerrebbe sensibilmente rispetto alla lira, potrebbe danneggiare eccessivamente i risparmi dei cittadini.

Il tasso di cambio risulta una questione spinosa per due ragioni: l'elevata incertezza riguardante la sostenibilità del debito pubblico italiano e le aspettative di una quasi certa svalutazione della lira renderebbero difficile fissare un tasso di cambio corretto.

Al contempo però, i cittadini italiani sarebbero poco inclini a spendere gli euro tesaurizzati nel periodo precedente all'uscita, fino ad una stabilizzazione del tasso di cambio.

Un'alternativa proposta da Scott (2012) sarebbe quella di aderire agli Accordi Europei di Cambio II (in inglese ERM II) in modo da garantire stabilità alla lira e poter rimuovere il controllo dei capitali il prima possibile. Considerando il fatto che gli ERM II concedono una banda di oscillazione pari al $\pm 15\%$, il nuovo tasso dovrebbe tenere conto delle aspettative dei mercati, altrimenti la Banca d'Italia potrebbe non essere in grado di sostenere il cambio prestabilito portando a replicare quanto accaduto nel 1992.

Per risolvere questo problema, in situazioni normali la BCE mette a disposizione delle swap line alle banche centrali dei singoli paesi. Le swap line sono accordi tra due banche centrali

per lo scambio delle rispettive valute, se in situazioni di forti tensioni sui mercati la banca centrale nazionale non riesce a reperire liquidità a tassi sostenibili, può ottenerla direttamente dalla BCE. Scott ipotizza che una swap line illimitata potrebbe contenere entro livelli normali le oscillazioni al ribasso della lira. Risulta però palese che iniettare ulteriore liquidità nell'economia farebbe aumentare l'inflazione, tuttavia un annuncio credibile da parte della BCE col sostegno di altre istituzioni internazionali quali il FMI, potrebbe rendere credibile l'annuncio senza nemmeno dover ricorrere alla swap line.

3.2 Come ridenominare il debito

Con l'introduzione della lira sarebbe necessario ridenominare sia il debito pubblico sia quello privato, in primis perché risulterebbe più costoso ripagare un debito in euro, in secundis perché una ridenominazione solo parziale creerebbe effetti distorsivi nel bilancio di banche e aziende (Nordvig, 2014).

Sorge però un dubbio che cercherò di chiarire in questo paragrafo: “L'Italia può unilateralmente ridenominare il debito pubblico e privato”?

In questo caso si può applicare il principio della Lex Monetae, in termini generali, esso stabilisce che una nazione sovrana ha il diritto internazionalmente riconosciuto di determinare la propria valuta legale e di conseguenza, il diritto di implementare la ridenominazione in certe circostanze.

Ne consegue che l'Italia avrebbe il diritto di ridenominare il debito, non è però sempre applicabile tale principio, sono infatti presenti svariate tipologie di contratti e potrebbe presentarsi la situazione in cui sia necessario decidere tra due Lex Monetae.

Per questo motivo Nordvig (2014) propone di utilizzare l'approccio della legge del contratto che in sintesi prevede di considerare due criteri:

“Il parametro della *legislazione vigente* si riferisce all'insieme di norme applicate ad un determinato contratto.

E il criterio della *giurisdizione*: si riferisce alla corte che deve decidere in merito alla disputa”

Ne consegue che i contratti sottoposti a legislazione e giurisdizione italiane sono ridenominabili, al contrario quando fanno riferimento a legislazione e giurisdizione straniera non lo sono.

Questo approccio risulta utile ma rimangono escluse alcune categorie residuali (tra cui i contratti in cui legislazione e giurisdizione differiscono), il che porterebbe a lunghe trattative

legali. Per questo motivo sarebbe ottimale optare per un recesso dall'UME multilateralmente accordato con l'UE.

Nella Tabella 1 sono riportati i dati relativi ai bond emessi nell'eurozona distinguendo la percentuale di bond disciplinati dalla legislazione locale o straniera.

TABELLA 1 FONTE: JENS NORDVIG, SETTEMBRE 2014

	Sovereign		Financial		Nonfinancial		Total	
	Local Law	Foreign Law	Local Law	Foreign Law	Local Law	Foreign Law	Local Law	Foreign Law
<i>Austria</i>	93%	7%	56%	44%	47%	53%	77%	23%
<i>Belgium</i>	95%	5%	3%	97%	47%	53%	62%	38%
<i>Finland</i>	83%	17%	43%	57%	21%	79%	67%	33%
<i>France</i>	97%	3%	74%	26%	46%	54%	81%	19%
<i>Germany</i>	100%	0%	92%	8%	77%	23%	94%	6%
<i>Greece</i>	36%	64%	43%	57%	14%	86%	35%	65%
<i>Ireland</i>	100%	0%	67%	33%	13%	87%	66%	34%
<i>Italy</i>	94%	6%	39%	61%	60%	40%	78%	22%
<i>Netherlands</i>	94%	6%	77%	23%	80%	20%	83%	17%
<i>Portugal</i>	89%	11%	64%	36%	30%	70%	66%	34%
<i>Spain</i>	87%	13%	82%	18%	72%	28%	80%	20%
Total	93%	7%	74%	26%	63%	37%	81%	19%

Ne consegue che il 94% del debito pubblico sarebbe ridenominabile, nel settore privato le percentuali scendono: le obbligazioni del settore non finanziario ridenominabili sono solo il 60%, la percentuale scende al 39% nel settore finanziario.

La situazione è però più complessa, in quanto l'articolo 12 del Trattato, che definisce il Meccanismo Europeo di Stabilità, sancisce che:

“A partire dal 1° gennaio 2013 sono incluse in tutti i titoli di Stato della zona euro di nuova emissione e con scadenza superiore ad un anno clausole d'azione collettiva in un modo che garantisca che il loro impatto giuridico sia identico”

Le Euro CACs prevedono due meccanismi che permettono all'emittente delle obbligazioni di modificare i termini di pagamento e altri termini definiti “questioni riservate” (ing. Reserved matters):

- Lo Stato sollecita separatamente il voto per ogni serie di obbligazioni. Con una maggioranza del 75% dei detentori di bond, è possibile modificare l'intera serie.
- In alternativa lo Stato può sollecitare una votazione riguardante più serie di bond, il che richiederebbe una percentuale aggregata del 75% e una maggioranza del 66% dei possessori di ogni singola serie.

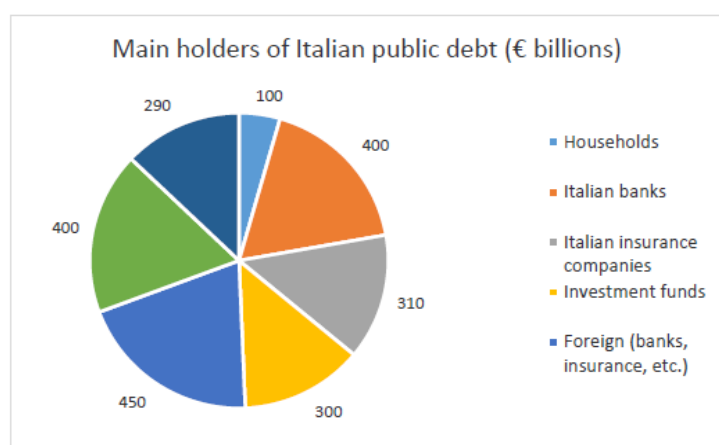
Le Collective Action Clauses sono state introdotte al fine di facilitare la ristrutturazione del debito in caso di sostegno da parte del MES. Infatti, se i detentori di bond non incorrono in perdite, i fondi prestati dal MES non farebbero altro che finire nelle tasche dei creditori, permettendo allo Stato di guadagnare tempo, senza però risolvere il problema dell'insolvenza. Dato che le CACs sono state introdotte come un'opzione per facilitare la ristrutturazione del debito, non è chiaro se esse rappresentino anche un obbligo (Weidemaier, 2019). Secondo Codogno et al. (2017) nulla vieterebbe al MEF di ridenominare tali obbligazioni, che al momento ammontano al 70% del totale, fanno notare inoltre che in assenza di ridenominazione assumendo una svalutazione del 30% il rapporto deficit/PIL salirebbe al 190%.

Ne consegue quindi che ridenominare il debito non presenta un ostacolo insormontabile.

3.3 Chi detiene il debito pubblico italiano

Risulta però naturale chiedersi chi sosterebbe i costi della ridenominazione?

Nella figura 8 è stato scomposto il debito pubblico italiano in base alla proprietà.



Source: Own calculations based on Banca d'Italia statistics.

Note: Total public debt (debt of all levels of the Italian government together) amounts to about €2,250 billion (about 131% of GDP).

Figura 8 Fonte: Who holds Italian government debt? A primer, Daniel Gros, 2019

Si può notare che, contrariamente a quanto si sente affermare nel dibattito pubblico, il debito italiano posseduto direttamente dai cittadini ammonta “solo” a €100 miliardi. Poi vi è il debito posseduto indirettamente attraverso compagnie assicurative per €310 miliardi e fondi di investimento €300 miliardi. La porzione posseduta dalle banche italiane ammonta a €690 miliardi, di cui €400 miliardi sotto forma di titoli di stato e €290 miliardi in prestiti al governo locale.

La quota detenuta dalla Banca d'Italia è pari a €400 miliardi, rappresenta però un caso particolare in quanto Bankitalia rimborsa allo Stato gli interessi maturati meno i costi di

gestione. A questo punto i €400 miliardi detenuti dalla Banca d'Italia andrebbero esclusi dal calcolo del debito, al contempo bisognerebbe però includere le passività di Bankitalia (Gros, 2019).

Tali passività sono aumentate di molto da quando la Banca d'Italia ha iniziato ad acquistare BTP con il programma di Quantitative Easing attuato dalla BCE, queste passività sono rappresentate dal saldo italiano di TARGET2 che ammonta a circa €400 miliardi (Gros, 2019). Ma di questo se ne parlerà nel paragrafo seguente. Infine, la quota detenuta da investitori stranieri ammonta a €450 miliardi.

3.4 Saldo Target2

Nel capitolo precedente sono state descritte le complessità tecniche dovute alla necessità di dotarsi di un nuovo sistema RTGS. Ora analizziamo il suo funzionamento.

Ipotizziamo che un cittadino italiano voglia comprare un'auto tedesca, l'importo da pagare verrà detratto dal conto corrente dell'acquirente e verrà accreditato nel conto del venditore, tuttavia essendo una transazione interbancaria il regolamento di questa, richiederà il coinvolgimento delle rispettive banche centrali³.

Il procedimento è il seguente:

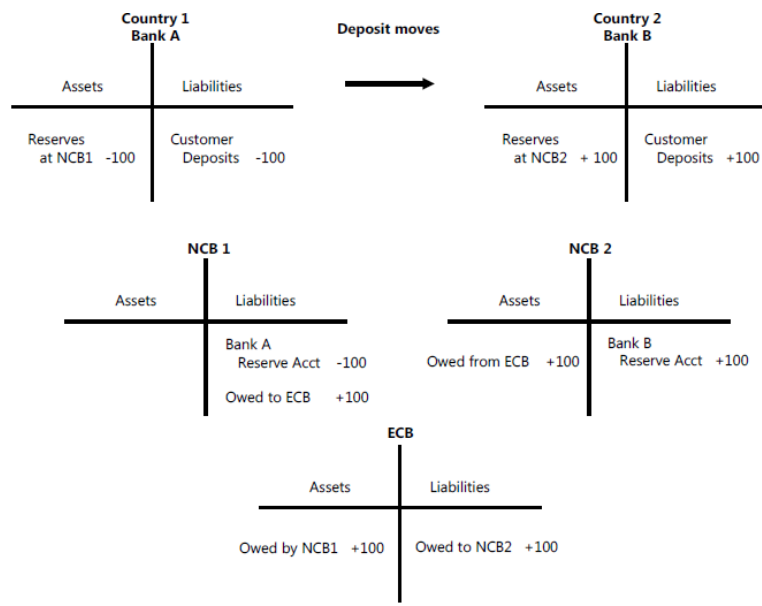


Figura 9 Fonte: Cecchetti, S. G., McCauley, R. N., McGuire, P. M., 2012. Interpreting TARGET2 balances. Bank for International Settlements

³ Understanding TARGET 2: The Eurosystem's Euro Payment System from an Economic and Balance Sheet Perspective

- La banca A riduce il deposito dell'acquirente di 100 e riduce le proprie riserve presso la BCN 1 di pari ammontare.
- La BCN 1 riduce il proprio debito verso la banca A e aumenta il proprio debito verso la BCE.
- La BCE registra un aumento del credito verso la BCN 1 e un conseguente aumento del debito verso la BCN 2.
- A questo punto il procedimento riprende all'inverso terminando con l'accredito dei fondi nel conto corrente del venditore iscritto presso la banca 2.

Affinché questa transazione avvenga, la banca A deve fornire come garanzia un collaterale, pertanto tutti i flussi di denaro che vengono registrati nel saldo TARGET2 sono garantiti da attività di uguale valore.

Come si può vedere dal grafico sottostante il saldo TARGET2 della Banca d'Italia si attesta attorno ai -450€ miliardi, il peggioramento del saldo è dovuto principalmente alle operazioni di QE, manovra monetaria che ha un effetto duplice sul saldo TARGET2. In primis la BCE ha acquistato più titoli di stato italiani (in termini relativi) rispetto agli altri paesi europei, facendo registrare quindi un aumento delle passività della Banca d'Italia. In secondo luogo, la liquidità in eccesso è stata investita all'estero, generando quindi un deflusso verso gli altri paesi europei (Tortuga, 2019).

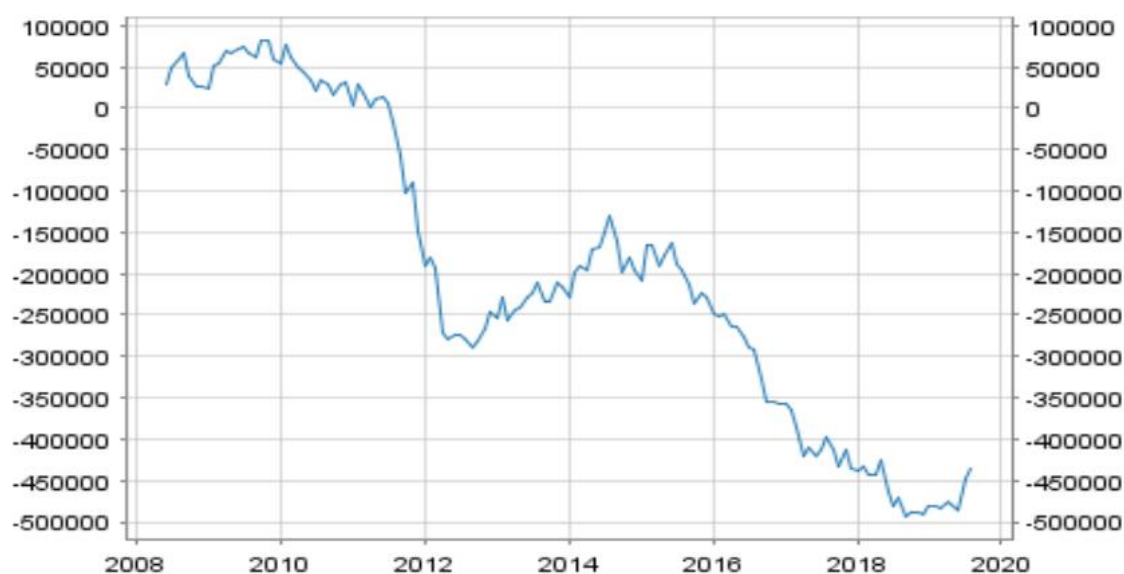


FIGURA 10 ANDAMENTO SALDO TARGET2 BANCA D'ITALIA. FONTE: BCE

In caso di uscita questo saldo dovrebbe essere regolato per intero come affermato da Mario Draghi:

“Se un paese lasciasse l’Eurosistema, i crediti e le passività della sua BCN nei confronti della BCE dovrebbero essere regolati integralmente.”

3.5 Eventuale default

Fino ad ora la possibilità di dichiarare default sul debito non è stata contemplata in quanto rappresenta un’extrema ratio. Il primo motivo riguarda il fatto che le maggiori perdite, sopra spiegate, graverebbero sui cittadini e sulle banche italiane, il che a sua volta richiederebbe un aumento di deficit da parte del governo italiano per salvare gli istituti di credito.

Per questo motivo Gros ipotizza che la porzione di debito su cui il governo italiano potrebbe dichiarare default sarebbero quella detenuta da: investitori stranieri (450€ miliardi), fondi di investimento italiani (300€ miliardi) e titoli detenuti direttamente da cittadini italiani (100€ miliardi) per un totale di 850€ miliardi. Purtroppo, nella realtà le cose potrebbero andare diversamente, infatti se gli agenti economici per qualche ragione, si aspettassero un hair cut maggiore, le decisioni del governo italiano verrebbero pilotate dai mercati.

Inoltre dichiarare default, come afferma Galli (2019), sebbene permetta di alleggerire il debito, avrebbe effetti negativi sulla reputazione dei titoli italiani che durerebbero anni.

Un’eventualità che non avevamo ancora considerato è l’effetto contagio sugli altri paesi europei. In caso di default infatti, ne risentirebbero anche le banche straniere, in particolare quelle francesi, che al giugno 2018 risultavano esposte per 285.5 € miliardi.

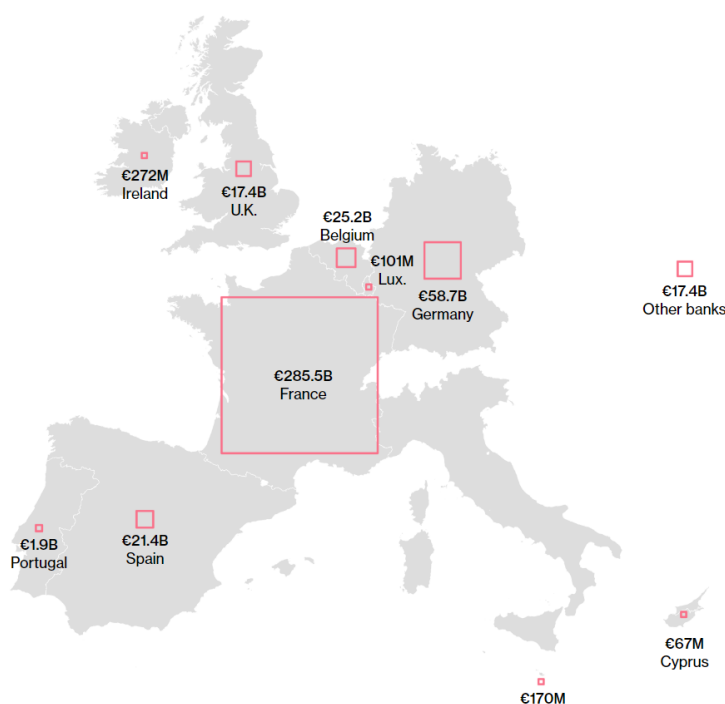


Figura 11 Bloomberg 2019, Dati 2018

L'Italia si troverebbe in una situazione particolarmente complicata: uscire dall'UME dichiarando default sul debito, generando così un effetto contagio verso gli altri paesi europei potrebbe causare tensioni politiche che metterebbero ancor più in discussione la permanenza nell'UE.

3.6 Gli effetti della ridenominazione

La quota di debito pubblico detenuta da banche italiane è pari a 690€ miliardi, così scomposti: 400€ miliardi detenuti sotto forma di BTP e 290€ miliardi in prestiti all'amministrazione locale.

Nel caso venisse ridenominato il debito, gli effetti sul settore bancario sarebbero simili agli effetti di un aumento eccessivo dei tassi di interesse. Per le banche infatti, i BTP e i prestiti costituiscono parte del loro attivo e quindi il loro valore deve bilanciare le voci del passivo. Nel momento in cui tali asset vengono ridenominati in una valuta più debole, questi perdono di valore e non permettono più di finanziare il passivo, portando quindi ad una crisi di liquidità, una tale crisi potrebbe essere risolta solo da un intervento dello Stato che dovrebbe rifinanziare le banche attraverso soldi pubblici. Solitamente un'operazione di finanziamento di questo tipo ha un costo che ammonta al 10% del PIL (Eichengreen, 2012), tale somma andrebbe a incrementare il debito pubblico italiano in una situazione di grave incertezza e quindi tassi di interesse molto elevati.

Un altro problema che sorge in una situazione di crisi di liquidità è il cosiddetto credit crunch (Tortuga, 2019): le banche non avendo liquidità riducono (o addirittura interrompono) l'offerta di credito, questo genera un effetto a cascata sulle imprese che non hanno più accesso ad un importante canale di finanziamento. Una situazione di questo tipo sarebbe ancor più grave in Italia, infatti a differenza degli altri paesi le imprese italiane fanno raramente ricorso al mercato dei titoli. Pertanto, il credito bancario è in molti casi l'unica fonte di finanziamento a disposizione delle imprese.

Come affermato in precedenza, i cittadini al momento della ridenominazione vedrebbero i loro risparmi convertiti nella nuova Lira, questo se le misure di emergenza descritte nel capitolo 2 avessero dato il risultato sperato. Infatti, i cittadini che avessero spostato per tempo i loro risparmi all'estero (in maniera legale) non subirebbero alcuna perdita.

Per quanto riguarda mutui e prestiti, se per le banche la ridenominazione rappresenta una perdita, al contempo cittadini e imprese ne guadagneranno in quanto il loro debito verrà convertito in una moneta più debole.

3.7 Inflazione

Un primo costo dovuto alla reintroduzione della lira sarebbe l'aumento percepito dei prezzi.

Facendo un passo indietro all'introduzione dell'euro, bisogna ricordare che gran parte dell'impopolarità della moneta comune è stata dovuta al forte aumento dei prezzi nel periodo immediatamente successivo all'adozione della moneta unica.

Come riportato da De Grauwe (2018), all'epoca ci fu un forte disallineamento tra inflazione reale e percepita, dovuto al fatto che gli aumenti dei prezzi (attorno al 30%) si sono concentrati sui beni alimentari. Questi beni vengono acquistati regolarmente ed evocano la necessità di soddisfare quelli che sono i nostri bisogni primari. Sebbene i prodotti alimentari abbiano subito un forte rialzo dei prezzi, il loro peso nel paniere dei consumi è piuttosto ridotto e per questo motivo questi incrementi nei prezzi dei beni alimentari non ha generato un effetto apprezzabile sul tasso di inflazione (De Grauwe, 2018).

Se consideriamo poi che la lira verrebbe con ogni probabilità svalutata, allora possiamo affermare con certezza che l'inflazione sarà decisamente apprezzabile sull'intero paniere dei consumi, con ricadute ancor più gravi per i beni alimentari.

Il secondo problema sarebbe il costo dell'energia, infatti il fabbisogno energetico italiano è soddisfatto per il 92.6% da importazioni (dati 2016), un aumento dei prezzi dell'energia impatterebbe in modo significativo tutti i settori produttivi.

Un terzo costo è dovuto al fatto che l'inflazione rappresenta un'imposta implicita sui risparmi dei cittadini, il che significa che i depositi bancari oltre a subire il costo della ridenominazione, verrebbero annualmente erosi dall'aumento del livello dei prezzi.

Si potrebbe controbattere dicendo che non tutti i risparmi vengono detenuti sotto forma di deposito, ma vengono reinvestiti in titoli, oro o altri strumenti, proprio per difendersi dall'inflazione o rischi di cambio. Il problema di fondo, come mostra il grafico, è che le categorie più deboli sono quelle che diversificano meno i propri risparmi.

Decile Di Ricchezza Netta	Titoli Di Stato	Obbligazioni Private	Azioni Partecipazioni	E Investimenti Gestiti	Titoli Esteri	Altro (Depositi, Certificati, P.C.T., Ecc.)	Totale Ricchezza Finanziaria Per Decile
Primo	0,0	0,0	0,0	1,8	0,0	98,2	100,0
Secondo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	100,0
Terzo	3,3	2,8	0,6	3,3	0,3	89,8	100,0
Quarto	5,7	2,0	1,1	3,9	0,6	86,7	100,0
Quinto	6,6	5,4	0,4	4,2	0,0	83,3	100,0
Sesto	5,8	5,5	1,5	14,7	0,6	71,9	100,0
Settimo	9,5	5,3	1,9	7,2	0,7	75,5	100,0
Ottavo	11,2	8,1	2,8	10,4	0,3	67,2	100,0
Nono	8,6	10,4	3,7	16,2	0,6	60,4	100,0
Decimo	8,9	10,5	12,2	21,1	2,4	44,9	100,0

Tabella 2 - Dati Banca d'Italia (2016)

Figura 12 Tortuga, 2019. Scenari di un'Italia senza Euro: Il post-Italexit

Questo si tradurrebbe quindi in maggiori disuguaglianze e il rischio di forti tensioni sociali.

4. RIACQUISIZIONE DELLA SOVRANITÀ MONETARIA

4.1 Crisi di solvibilità: prima e dopo l'uscita

Abbiamo quindi visto che la ridenominazione di tutti i contratti denominati in euro e sottoposti a legislazione italiana provocherebbe una serie di costi molto rilevanti.

Ora però analizziamo gli effetti di una riacquisizione della sovranità monetaria da parte dello stato italiano.

Ogni stato emette debito denominato per finanziarsi, il costo di questo finanziamento è dato dal tasso di interesse. Il tasso di interesse è commisurato ai rischi che sostiene il creditore, che sono quattro.

- Rischio di liquidità: rischio di non riuscire a vendere il titolo al momento del bisogno.
- Rischio di insolvenza: probabilità che lo stato non ripaghi quanto dovuto, è sinonimo di affidabilità, che viene valutata dalle agenzie di rating.
- Rischio di cambio: se si acquista un titolo denominato in valuta estera, il rendimento del proprio investimento dipenderà dalle fluttuazioni del tasso di cambio. Se lo stato che ha emesso il titolo, attua una svalutazione, il rendimento sarà minore.
- Rischio di inflazione: l'aumento del livello dei prezzi erode il capitale investito e gli interessi

Quando uno stato aderisce ad un'unione monetaria cede di fatto la propria sovranità monetaria ad un'istituzione esterna, perdendo la capacità di emettere moneta.

Questa situazione mette lo stato membro in una posizione di forte debolezza, in quanto a seguito di shock negativi molto forti, le aspettative di insolvenza dei mercati potrebbero innescare un processo di "profezia auto avverante". Come descritto da De Grauwe (2018) un paese che ha ceduto la propria sovranità monetaria, reagirà in modo diverso in caso di una crisi di solvibilità. Confrontiamo quindi due casi, l'Italia post exit e ante exit.

Uno shock negativo colpisce l'Italia, gli investitori temono una crisi di insolvenza e pertanto vendono BTP, facendo aumentare il tasso di interesse.

Una volta liquidati i titoli, gli investitori probabilmente vorranno vendere le lire nel mercato dei cambi. In questa situazione le lire rimangono nel mercato monetario italiano e verranno reinvestite in altre attività, tra cui anche titoli di stato italiani.

Ipotizzando lo scenario peggiore, in cui il tasso di interesse dei titoli italiani rimanga eccessivamente elevato, il governo italiano può senza alcun problema costringere la Banca d'Italia a fornire la liquidità necessaria a ripagare gli obbligazionisti.

Per questo motivo i mercati non possono far precipitare una crisi di liquidità tale da rendere insolvente il governo italiano. Questo strumento non può però essere utilizzato all'infinito, se la base monetaria cresce eccessivamente, si genera inflazione che a sua volta fa aumentare il rischio, innescando un ciclo vizioso.

Ora ipotizziamo che lo stesso shock colpisca l'Italia ancora nell'UME. Gli investitori temono una crisi di insolvenza e vendono i titoli di stato italiani. Una volta incassato il valore dei BTP in euro, gli investitori compreranno titoli altrove, ipotizziamo titoli francesi, provocando un deflusso di liquidità dal sistema bancario italiano a quello francese.

Il governo italiano non riesce a reperire fondi ad un tasso di interesse sostenibile e non può nemmeno costringere la Banca d'Italia a fornire la liquidità necessaria per ripagare gli obbligazionisti. Quindi se la crisi di liquidità è abbastanza forte, spinge all'insolvenza il governo italiano.

Il problema sussiste perché l'Unione Monetaria Europea è un'unione monetaria "incompleta" in quanto difetta di un'unione di bilancio (De Grauwe, 2018).

4.2 Politiche della BCE a seguito della crisi greca

Per risolvere questa fragilità nel settembre 2012 la BCE assunse l'impegno di acquistare quantità di volumi illimitate di titoli di stato in situazioni di crisi. Sebbene questo impegno renda di fatto la BCE il prestatore di ultima istanza, tali operazioni vennero chiamate Operazioni Monetarie Definitive (Outright Monetary Transactions) (De Grauwe, 2018). Tra il 2012 e il 2013 i tassi di interesse sui titoli di stato decennali dell'Eurozona scesero sensibilmente, durante questo periodo non vi furono miglioramenti dei fondamentali in grado di giustificare una tale fiducia da parte dei mercati e la BCE non dovette mai ricorrere alle OMT in questo intervallo temporale. Fu necessario il semplice annuncio della BCE per convincere gli investitori ad acquistare titoli degli stati in difficoltà.

Successivamente nel marzo 2015 la BCE iniziò ad acquistare asset dalle banche commerciali attraverso il programma di Quantitative Easing, questo ha permesso di iniettare liquidità nel sistema bancario e ridurre i tassi di interesse nell'Eurozona, tra cui anche quelli dei titoli di stato.

La BCE tuttavia ha posto dei vincoli all'utilizzo dei due strumenti sopra descritti (De Grauwe, 2019).

Per quanto riguarda le OMT, si pone un grosso rischio di azzardo morale: se la BCE è disposta ad acquistare volumi illimitati di titoli di stato i governi sono incentivati ad indebitarsi illimitatamente. I governi nazionali che richiedono il sostegno attraverso le OMT devono aderire ai programmi correttivi del Meccanismo Europeo di Stabilità.

Tali programmi includono aggiustamenti macroeconomici integrali in accordo con la Banca Centrale Europea e, se necessario, il Fondo Monetario Internazionale.

Per quanto riguarda il programma di QE, i vincoli riguardano l'investment grade dei collateral offerti dalle banche in cambio della liquidità erogata dalla BCE.

I titoli di stato italiani devono rimanere al livello al di sotto del quale verrebbero considerati junk bonds, altrimenti le banche italiane non potrebbero utilizzarli come collaterale .

Cosa succederebbe quindi se la Banca d'Italia tornasse a svolgere il ruolo di banca centrale?

Innanzitutto perderemmo l'appoggio della BCE: se da un lato si può affermare che le operazioni di QE potrebbero essere condotte anche dalla Banca d'Italia, dall'altro bisogna ricordare che l'Italia (in situazioni di crisi) non potrebbe beneficiare delle OMT in quanto non più membro dell'Eurozona.

Perdere queste garanzie in una situazione già di per sé grave, in quanto i tassi di interesse rimarrebbero a livelli elevati per molto tempo, costringerebbe la Banca d'Italia a monetizzare il debito, con possibili ricadute sul livello dei prezzi. Infatti, in periodi di forte incertezza sulla sostenibilità del debito la sovranità monetaria viene meno, come affermato dal presidente uscente della BCE Mario Draghi⁴ :

“Quando il debito è troppo alto sono i mercati che dicono a un paese cosa si può permettere e cosa no, cosa è credibile o cosa no”

Ipotizzando un best case scenario in cui l'Italia sopravviva al periodo immediatamente successivo all'uscita e quindi si ritornasse a una situazione di “normalità”, viene da chiedersi quale potrebbe essere la politica monetaria della nuova Banca d'Italia.

A questo proposito bisogna considerare che l'Italia fuori dall'UME necessiterebbe di stabilità dei prezzi per due ragioni: nel caso si volesse attuare una svalutazione competitiva un'elevata inflazione eroderebbe il vantaggio della svalutazione, in secondo luogo l'elevata inflazione genera rischio di cambio rendendo quindi l'Italia meno appetibile per gli investitori stranieri. Questa stabilità, come si vede dal grafico, è garantita dalla BCE che persegue un inflation targeting al 2% così esplicitato:

“Price stability is defined as a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer prices (HICP) for the euro area of below 2%”

⁴ https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/170120letter_valli_zanni_1.it.pdf



Figura 13 Inflazione area euro, dati bce 2019

Affermare a priori se la politica monetaria della nuova Banca d'Italia sarà altrettanto rigorosa come quella della BCE è impossibile. Tuttavia, ricordando quanto detto nel capitolo 1, la politica monetaria nel periodo 1970-1980 quando la Banca d'Italia era ancora dipendente dalle scelte del Tesoro è stata molto accomodante. Questo perché per i politici avere accesso diretto alla politica monetaria permette di perseguire obiettivi di breve periodo che attirano facilmente i voti dell'elettorato.

Sarebbe quindi ottimale una Banca d'Italia indipendente dal Ministero dell'Economia, in quanto potrebbe perseguire una politica monetaria più coscienziosa e garantire una stabilità altrimenti assente.

5. SVALUTAZIONE

5.1 Concetti teorici

Uno dei potenziali benefici dell'uscita dall'UME è la possibilità di attuare una svalutazione competitiva della lira e quindi ottenere un miglioramento della bilancia commerciale.

La bilancia commerciale è la differenza tra il valore nominale delle esportazioni e le importazioni:

$$B = pX - p^*EM$$

Dove B è il saldo della bilancia commerciale, p è il prezzo delle esportazioni, p* è il prezzo delle importazioni in valuta estera, E è il tasso di cambio nominale (valuta estera in termini di valuta domestica), X è la quantità delle esportazioni ed M la quantità delle importazioni.

Esprimiamo l'equazione in termini di valuta domestica (dividendo per p)

$$b = \frac{B}{p} = X - \frac{p^*}{p} EM = X - eM$$

Il tasso di cambio nominale E moltiplicato per il prezzo dei beni esteri in termini di beni locali si definisce cambio reale e

Differenziamo rispetto ad e:

$$\frac{db}{de} = \frac{dX}{de} - \frac{dM}{de}e - M$$

Dividendo il tutto per X

$$\frac{db}{de} \frac{1}{X} = \frac{dX}{de} \frac{1}{X} - \frac{dM}{de} \frac{1}{X}e - \frac{M}{X}$$

Ipotizzando di partire da una condizione iniziale di equilibrio allora vale $X = Me$

Otteniamo quindi:

$$\frac{db}{de} \frac{1}{X} = \frac{dX}{de} \frac{1}{X} - \frac{dM}{de} \frac{1}{M} - \frac{1}{e}$$

Alla fine, moltiplichiamo entrambi i lati per e:

$$\frac{db}{de} \frac{e}{X} = \frac{dX}{de} \frac{e}{X} - \frac{dM}{de} \frac{e}{M} - 1 = \eta_{Xe} - \eta_{Me} - 1$$

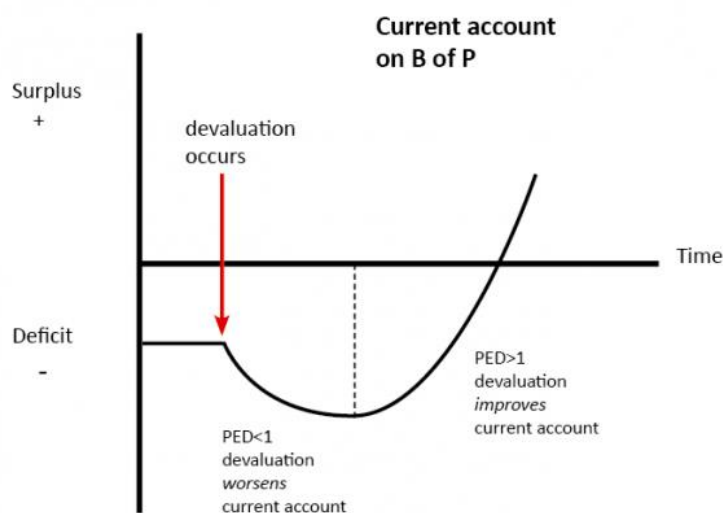
Dove η_{Xe} rappresenta l'elasticità delle esportazioni al prezzo e η_{Me} rappresenta l'elasticità delle importazioni al prezzo.

Pertanto affinché un deprezzamento reale generi un miglioramento della bilancia commerciale deve valere la seguente condizione:

$$\eta_{Xe} - \eta_{Me} > 0$$

Definita condizione di Marshal-Lerner-Robinson in onore dei tre economisti che la scoprirono.

Sebbene la condizione qui sopra derivata sia soddisfatta in quasi tutti i paesi avanzati, il meccanismo di aggiustamento non è così immediato. Dato che i mercati possiedono una certa inerzia, in un primo momento la bilancia commerciale peggiora in quanto i flussi di merci rimangono stabili, successivamente i mercati si adattano al nuovo livello dei prezzi e il punto di equilibrio di lungo periodo è migliore di quello iniziale.



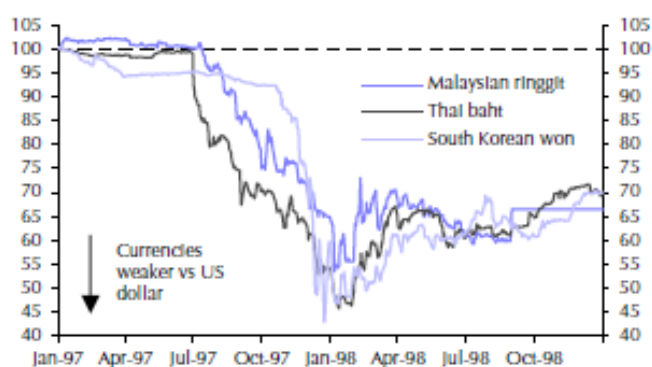
Dopo aver esposto gli assunti teorici alla base della svalutazione competitiva, analizziamo i possibili effetti.

Quanto svalutare?

Secondo Capital Economics e Tortuga sarebbe necessario un deprezzamento del 30% per riacquisire la competitività persa dal 2000 ad oggi. Tuttavia, bisogna tenere conto delle dinamiche dei mercati, infatti questi tendono a reagire eccessivamente a shock di questo tipo, per poi stabilizzarsi nel medio periodo. Si veda per esempio l'andamento delle valute asiatiche tra il 1997 e il 1998 rispetto al dollaro:

CHART 6: EXCHANGE RATES VS US DOLLAR

(1ST JANUARY 1997 = 100)



Sources – Thomson Datastream, Capital Economics

Figura 14 Capital economics, What if italy left the euro zone

Nel grafico vediamo il ringgit malese, il baht thailandese e il won sudcoreano, che a seguito della svalutazione nel giugno 1997 crollano fino all’inizio del 1998 per poi lentamente recuperare e stabilizzarsi a fine 1998.

Il paragone tra la crisi finanziaria asiatica e l’uscita dell’Italia dall’UME va fatto con la dovuta cautela, ma risulta comunque utile per dare un’idea dell’eccessiva reazione dei mercati.

5.2 Benefici della svalutazione

Come si vede dal grafico, l’Italia figura tra i paesi che in passato hanno beneficiato sensibilmente a seguito di una svalutazione. Considerando che i problemi che affliggono il nostro paese sono più o meno gli stessi da 30 anni a questa parte, si potrebbe pensare che perseguire una svalutazione competitiva possa ancora dare i suoi frutti.

Media Esportazioni Nette in % del Pil

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

Rielaborazione di un grafico contenuto all’interno di “Gli effetti di un’uscita dall’euro su crescita, occupazione e salari”
Realfonzo, R. and Viscione, A. (2015).. **economiaepolitica*

FIGURA 15 Tortuga, 2019. Scenari di un’Italia senza Euro: Il post-Italexit

Se all'interno dei nostri confini si delinea una situazione di "ceteris paribus" non si può dire lo stesso del resto del mondo.

Dal 1995 ad oggi l'economia mondiale è mutata radicalmente: le nuove tecnologie, la caduta dei costi di trasporto, i mercati sono diventati sempre più integrati pervadendo le economie globali, un ulteriore impulso è stato dato dall'entrata della Cina nell'Organizzazione Mondiale del Commercio tra il 2001 e il 2002.

Una caratteristica della nuova economia globalizzata è la nascita di una nuova tipologia di catene produttive, le *Global Value Chains* (GVC), ovvero "catene globali del valore".

Le GVC sono il risultato del mutamento dei processi di produzione industriale che, dalla metà degli anni ottanta sfruttando i vantaggi dell'innovazione tecnologica sono diventati sempre più specializzati al costo però di una forte frammentazione geografica.

Al giorno d'oggi infatti la maggioranza dei beni di consumo sono ideati, prodotti, assemblati, pubblicizzati e distribuiti in varie parti del globo, per poi essere riuniti assieme sia dai grandi attori del commercio globale, le grandi multinazionali, che da realtà semplici come le piccole medie imprese, le quali con il progressivo abbattimento dei costi possono sfruttare le strategie di delocalizzazione dei processi produttivi.

Le GVC sono sostanzialmente network che sfruttano le situazioni di mercato più favorevoli che il mondo globalizzato offre loro, sono "fabbriche del mondo" che producono benefici a tutti gli stati coinvolti, in misura corrispondente al loro coinvolgimento (Tortuga, 2019).

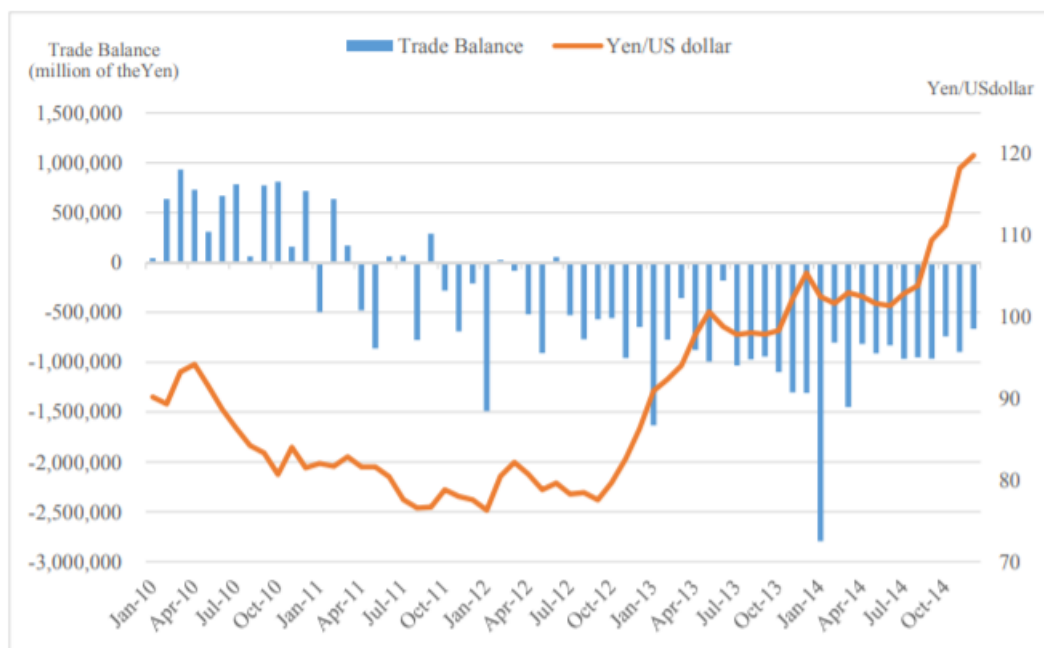
Come affermato dal report di Tortuga (si veda M. Amiti, O. Itskhoki & J. Konings "Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect", 2012). una buona parte della produzione di beni è frammentata in più paesi, significa che ogni paese produrrà un bene intermedio, pertanto l'effetto della svalutazione non si trasmetterà allo stesso modo nel prezzo del bene esportato.

Prendiamo per esempio il settore dell'automotive: se prima delle GVC l'Italia esportava auto (beni finiti) in Germania la svalutazione rendeva le nostre auto più economiche e quindi permetteva di aumentare la domanda per tale bene.

Oggi l'Italia esporta freni (beni intermedi) in Germania, significa che per i produttori tedeschi importare le componenti sarà sì più economico, ma questo non si tradurrà in un aumento delle vendite di freni in quanto la domanda di auto non verrebbe influenzata dall'abbattimento dei costi su una singola componente (Tortuga, 2019). Adottando un'ottica di lungo periodo si può ipotizzare che il costo minore dei beni intermedi possa modificare le strategie di approvvigionamento di altri produttori. Ricordiamo però che i flussi commerciali di beni finiti

si adattano con un certo ritardo al deprezzamento del cambio, nel caso di beni intermedi questo orizzonte temporale si farebbe ancora più lungo.

Prendiamo come esempio il caso del Giappone: come si vede nel grafico lo yen nel 2012 ha subito un deprezzamento del 32.6% e l'andamento del deficit è significativamente peggiorato, raggiungendo il picco nel gennaio 2014 (come previsto dalla J curve) per poi diminuire a livelli inferiori al 2012, ma sensibilmente negativo.



Source: Trade Statistics of Japan (Ministry of Finance) and Bank of Japan.

Figura 16 Abenomics, yen depreciation trade deficit, and export competitiveness

Il contesto economico giapponese in quel periodo non è sicuramente esule da shock esogeni, infatti a seguito del disastro nucleare di Fukushima, l'approvvigionamento di energia in Giappone si è orientato verso fonti diverse dal nucleare, pesando sicuramente sulla bilancia commerciale. Tuttavia, questo non spiega da solo una reazione così debole delle esportazioni nette a seguito della svalutazione dello yen, il che ci rimanda agli effetti delle GVCs sul commercio internazionale, la frammentazione dei processi produttivi smorza significativamente i benefici della svalutazione.

Volendo ipotizzare uno scenario ideale in cui la svalutazione della lira generi un consistente miglioramento della bilancia commerciale, si presenta un ulteriore problema: la perdita dei benefici del mercato unico e quindi l'imposizione di dazi da parte dell'Europa.

Come si vede dal grafico, il commercio con i paesi europei costituiva il 66,4% dell'export italiano nel 2017 e nel corso del 2019 sembra aumentare leggermente (come da nota i dati 2019 sono provvisori). Pertanto, i benefici della svalutazione potrebbero essere totalmente annullati da una forte presa di posizione da parte dell'UE.

Peso percentuale su totale export Italia				
Europa	66,4	66,8	68,0	67,9
Unione Europea a 28	55,7	56,3	57,7	57,5
di cui UEM a 19	40,8	41,1	42,3	41,7
Paesi europei non UE	10,6	10,5	10,4	10,4
Africa	3,9	3,9	3,6	3,5
Africa settentrionale	2,7	2,7	2,5	2,4
Altri paesi africani	1,1	1,2	1,1	1,1
America	13,1	13,2	12,8	12,9
America settentrionale	9,9	10,1	9,8	10,2
America centro meridionale	3,2	3,1	3,0	2,8
Asia	14,8	14,1	13,7	13,7
Medio Oriente	4,5	3,9	3,9	3,6
Asia centrale	1,4	1,6	1,4	1,6
Asia orientale	8,9	8,6	8,4	8,5
Oceania e altri territori	1,9	2,0	1,9	2,0

Fonte: elaborazioni Osservatorio economico su dati ISTAT

(*) I dati del 2018 e 2019 sono provvisori

Figura 17 Tortuga, 2019. Scenari di un'Italia senza Euro: Il post-Italexit. Milano: Bocconi.

I motivi di una guerra commerciale di questo tipo si riferiscono a due ordini di problemi. Il primo riguarda il clima dell'uscita: come già spiegato nel secondo capitolo 2 uscire dall'UME rimanendo nell'UE è una possibilità che la normativa attuale non menziona, pertanto l'esito dei negoziati sarebbe imprevedibile.

Il secondo motivo come sottolineato da Eichengreen (2012) è il seguente: l'uscita dall'UME genererebbe forti dubbi sul futuro dell'unione monetaria e anche una certa insofferenza da parte dei paesi meno virtuosi della zona euro, i quali, afflitti dagli stessi problemi dell'Italia, potrebbero trovare nell'uscita dall'UME una via di fuga. In una situazione del genere non è da escludere che l'UE decida di prendere provvedimenti seri per salvaguardare la stabilità dell'euro. Senza tenere conto del fatto che l'isolamento economico e quello politico vanno spesso di pari passo.

5.3 Effetti della svalutazione

Bisogna considerare che la svalutazione beneficerebbe solamente le imprese che esportano, il problema però, come si vede dal grafico è che tali imprese sono maggiormente presenti nel nord Italia. Questo porterebbe ad un ancor maggiore divario tra il nord e il mezzogiorno.

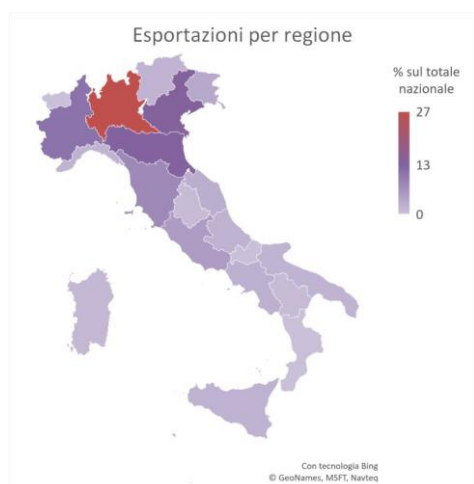


Figura 18 Tortuga, 2019. Scenari di un'Italia senza Euro: Il post-Italexit. Milano: Bocconi.

Come già ripetuto la svalutazione genera benefici *ceteris paribus*, il che significa che oltre a dover tenere sotto controllo l'inflazione, dovrebbero rimanere stabili anche i salari.

Tenere stabili i salari nominali, anche in una situazione in cui l'inflazione rimanga attorno al 7,5% (dovuto al solo effetto delle importazioni sul livello dei prezzi) significa deprezzare i salari reali, ovvero il potere acquisto di lavoratori. Questo perché il salario reale w è pari a

$$w = \frac{W}{p}$$

dove W è il salario nominale e p il livello dei prezzi.

Inoltre se i salari nominali sono sottoposti a qualche forma di indicizzazione, si ha un riallineamento del salario reale che causa però ulteriore inflazione, che a sua volta erode il vantaggio della svalutazione.

Riassumendo il salario reale w di equilibrio è lo stesso, ma abbiamo inflazione più elevata e una moneta più debole. Fortunatamente in Italia l'indicizzazione dei salari ("scala mobile") è stata abolita definitivamente nel 1992 (Rodano, 2018).

Praticando una svalutazione della lira, diventerebbe ancor più necessaria la ridenominazione del debito, infatti una svalutazione del 30% significherebbe un apprezzamento dell'euro pari al 43% facendo così aumentare ulteriormente il peso del debito pubblico alla spaventosa quota del 190% del PIL (Codogno, Galli 2018).

Un'altra considerazione da fare riguarda il rating del nostro debito, affermare che

l'investment grade dei titoli di stato italiani peggiorerà risulta ovvio. Il dubbio invece riguarda un'altra possibilità: le agenzie di rating potrebbero considerare la ridenominazione come un venir meno al proprio obbligo di ripagare il titolo nella valuta in cui era stato emesso, risultando quindi un default formale, con tutte le conseguenze del caso (Codogno, Galli 2018).

CONCLUSIONE

Come si è visto le conseguenze dell'uscita dell'Italia dall'Unione Monetaria Europea risultano poco prevedibili e fortemente interrelate con questioni di natura giuridica e politica. La prima fase, consisterebbe del periodo precedente all'uscita in cui si dovrà in primis trattare con Bruxelles le modalità di uscita dall'UME e poi provvedere a tutti i preparativi logistici. In questo primo periodo i costi saranno rappresentati principalmente dall'incertezza, che sui mercati si concretizzerà in un aumento vertiginoso dei tassi di interesse e una drastica riduzione degli investimenti; dall'altro lato l'incertezza tra la popolazione genererà fuga di capitali e corsa agli sportelli. L'entità di questi costi potrebbe essere ridotta in tre modi: segretezza nei preparativi, tempestività nell'implementare le misure di emergenza e credibilità delle trattative europee.

La seconda fase riguarda l'esecuzione vera e propria dell'uscita, in cui la variabilità dei costi sarebbe più elevata e i benefici potrebbero non presentarsi nemmeno.

Ipotizzando un best case scenario in cui: il tasso di cambio rimanga sotto controllo, la ridenominazione venga attuata senza eccessive dispute legali e l'inflazione rimanga a livelli accettabili; solo allora ci sarebbe spazio per politiche monetarie espansive prive di vincoli "imposti" dall'UE o dai mercati.

In caso di eventuale default sarebbe veramente difficile ipotizzare la presenza di qualsivoglia beneficio.

La terza fase riguarda la svalutazione della lira, nel caso in cui la Banca d'Italia riesca a contenere le spinte inflattive e quindi ci siano i margini per perseguire una svalutazione competitiva. Sempre ipotizzando uno scenario ottimale in cui: nonostante la frammentazione delle catene produttive, il deprezzamento della lira permetta di migliorare la bilancia commerciale e nel medio-lungo periodo il contraccolpo dell'inflazione non eroda tale surplus, allora vi sarebbero dei benefici.

Dalla lettura di questo elaborato i costi risultano evidenti, mentre i benefici saranno condizionati dagli umori dei mercati e dalla capacità di attuare l'uscita in modo credibile e coscienzioso da parte della classe politica italiana.

Bibliografia

1. Alesina, A., Giavazzi, F., 2010. Europe and the euro, National Bureau of Economic Research conference report. Chicago: The University of Chicago Press, p. 11-51.
2. Allen, J., 2017. What if Italy left the euro-zone?. London, Capital Economics.
3. Amiti, M., Itskhoki, O. and Konings, J. (2012). Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect. SSRN Electronic Journal.
4. Athanassios, P., 2009. Withdrawal and expulsion from the EU and EMU some reflections. European Central Bank
5. Capital Economics, 2012. Leaving the euro: A practical guide. London: A revised submission for the Wolfson Economics Prize MMXII.
6. Cecchetti, S. G., McCauley, R. N., McGuire, P. M., 2012. Interpreting TARGET2 balances. Bank for International Settlements, p. 3
7. Codogno, L., Galli, G., 2017. Italexit is not a solution for Italy's problems. London School of Economics
8. De Grauwe, P., 2018. Economics of Monetary Union. 11° ed. Oxford: Oxford University Press.
9. Galli, G., 2019. Why restructuring of the Italian public debt should be avoided. L'Università Cattolica del Sacro Cuore, Osservatorio Conti Pubblici Italiani.
10. Gros, D., 2019. Who holds the Italian public debt? A Primer. Brussels: CEPS
11. Jobst, C., Handig, M., Holzfeind, R., Understanding TARGET 2: The Euro's euro payments system from an economic and balance sheet perspective.
12. Junko, S., Kiyotaka, S., 2015. Abenomics, yen depreciation trade deficit, and export competitiveness. Rieti discussion paper series 15-E020
13. Mark, W., Weidemaier, C., 2019. Restructuring Italian (or other euro area) debt: Do the euro-CACs constrain or expand options?. University of North Carolina School of Law
14. Nordvig, J., 2014. Cost and Benefits of Eurozone Breakup, The role of contract redenomination and balance sheet effects in policy analysis.
15. Passacantando, F., 2017. Italexit, cancellazione del debito e monete parallele: l'attrazione fatale per la soluzione argentina. LUISS Guido Carli, School of European Political Economy.
16. Rinaldi, R., 2017. Il contante nei pagamenti. Milano: Il salone dei pagamenti 2017, Payments & the Digital Society

17. Rodano, G., 2018. Elementi di teoria per la storia economica. 1° ed. Bologna: Società Editrice il Mulino.
18. Scott, H. S., 2012. When the euro falls apart- A sequel. Harvard Law School
19. Tortuga, 2019. Scenari di un'Italia senza Euro: Il post-Italexit. Milano: Bocconi.
20. Versione consolidata del trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, 2012/C 326/01, p.27
21. Zingales, L., La lungimiranza dell'Europa e dell'Euro, Il Sole 24 Ore [online].
Disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/la-lungimiranza-dell-europa-e-dell-euro-AEVj1SoB> [Data di accesso: 26/9/2019]

Sitografia

1. <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/joining-the-euro-area/how-eu-country-joins-euro-area/>
2. <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/target2/index.html>
3. <https://www.linkiesta.it/it/article/2017/10/13/energia-italia-aumenta-la-produzione-ma-siamo-ancora-troppo-dipendenti/35794/>
4. https://www.mise.gov.it/images/stories/commercio_internazionale/osservatorio_commercio_internazionale/statistiche_import_export/aree_export.pdf
5. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/170120letter_valli_zanni_1.it.pdf
6. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html
7. https://www.agi.it/estero/europa/mario_draghi_economia_italia-4915617/news/2019-01-29/
8. https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/banknotes+coins/circulation/html/index.en.html
9. <https://www.bancaditalia.it/compiti/emissione-euro/monete/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>
10. <https://www.bloomberg.com/graphics/2019-italian-banks/>