UNIMORE UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MODENA E REGGIO EMILIA

CEFIN Centro Studi Banca e Finanza

I rischi dell'uscita dall'euro e dalla Unione Europea

Giuseppe Marotta

Università di Modena e Reggio e Emilia e Cefin

20/05/2017

Produttività (TFP) stagnante e diminuzione relativa del reddito procapite precedono l'euro (Fonte: Sandbu, FT, 2017) - 1

Figure 1. Italy's income per capita relative to OECD and Eurozone average

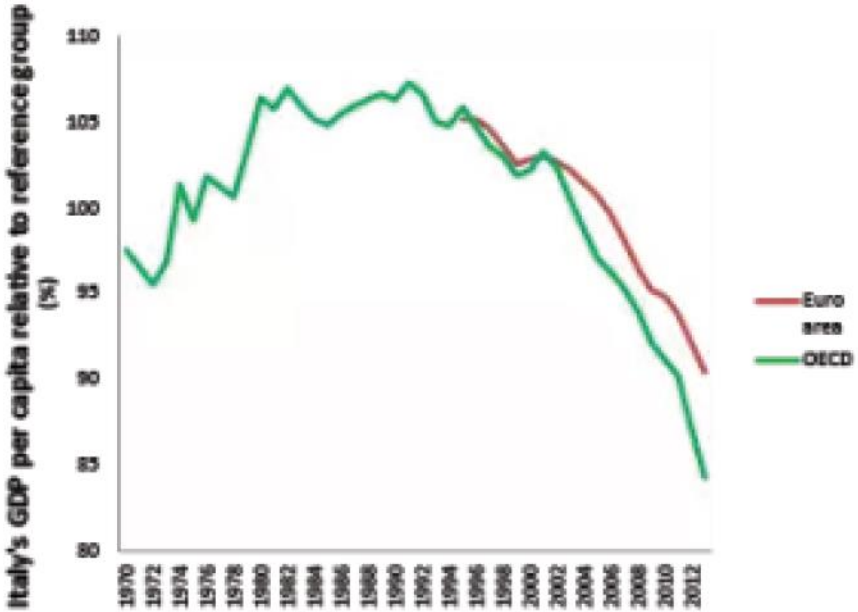
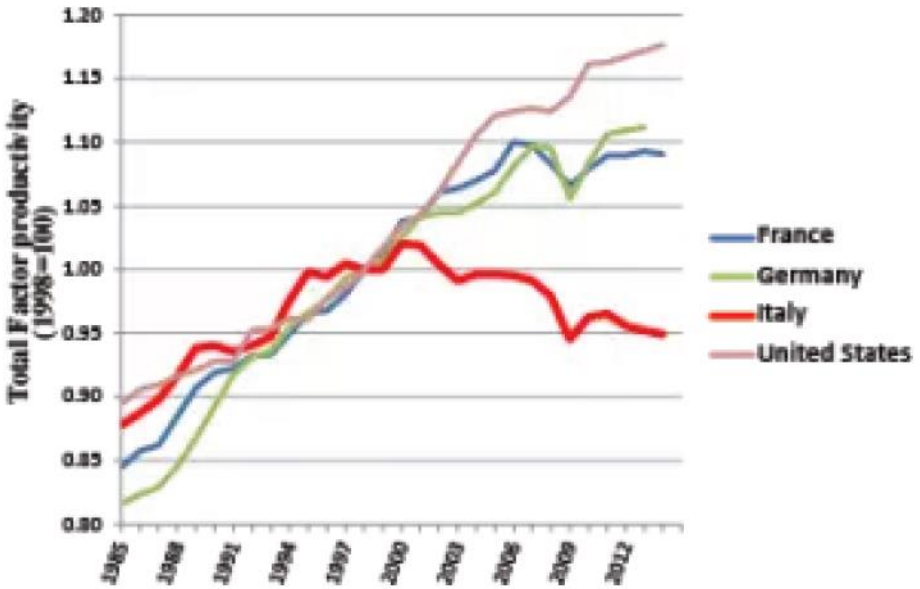


Figure 2. TFP in Italy compared to other OECD and Eurozone countries



Produttività (TFP) in diminuzione e riduzione del reddito procapite non sono associati all'euro (Fonte: Istat, 2017) - 2

Figura 1.31 Crescita del Pil pro capite e della produttività totale dei fattori nei principali paesi OCSE - Anni 2000-2014 (variazioni percentuali) (a)

Fonte: Elaborazioni su dati Ocse

(a) AU = Australia; AT = Austria; BE = Belgio; CA = Canada; DK = Danimarca; FI = Finlandia; FR = Francia; DE = Germania; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; NZ = Nuova Zelanda; PT = Portogallo; ES = Spagna; SE = Svezia; CH = Svizzera; UK = Regno Unito; US = Stati Uniti.

Benefici potenziali e costi certi

- **Uscita da euro <u>solo se</u> uscita da Ue**
- **modalità concordata per uscita da Ue (art.50 del Trattato) richiede due anni dalla domanda**

- **Benefici:**

✓ Crescita economica tramite aumento delle esportazioni nette, a seguito della svalutazione della nuova lira

✓ Crescita economica tramite recupero dell'autonomia nazionale nella politica economica (monetaria, in particolare)

✓ Recupero della sovranità nazionale e dunque del ruolo dei cittadini italiani rispetto a soggetti «esteri»

- **Costi**
- Riduzione del potere d'acquisto dei redditi e delle attività finanziarie

✓ Rischi di crisi finanziaria

✓ Incertezza (geopolitica, giuridica…)

Svalutazione → crescita ? - 1

- Nel breve termine:

✓ Sopravvalutazione molto lieve del tasso di cambio effettivo di equilibrio per l'Italia relativamente alla media dei paesi dell'UEM →

✓ Evidenza empirica contraria o al più debole su effetti positivi di svalutazione su crescita del PIL, salari reali, disoccupazione per paesi avanzati, tra cui Italia 1992→

✓ Competitività di prezzo all'export variabile di importanza minore→

✓ Quando inseriti nelle catene globali di valore, è la competitività dell'impresa capofila (Germania) che conta anche per i destini delle imprese fornitrici (Italia)→

✓ Argentina come esempio (implausibile per Italia) di successo di abbandono del cambio fisso e di default sul debito pubblico estero→

Svalutazione → crescita ? - 2

- Sul medio termine:

✓ Costi da uscita dal mercato unico dell'UE

✓ La maggiore domanda netta estera troverebbe produttori italiani in grado di soddisfarla?

➢ Oltre a una base produttiva manifatturiera che si è contratta di circa 1/6 dalla 2008 (secondo stime Nomisma), le imprese rimaste potrebbero essere rese insolventi dal maggiore onere dei debiti denominati in euro

✓ Disincentivi a modifiche verso aumento dimensionale, precondizione per più innovazione e più internazionalizzazione

Rischi di crisi finanziaria - 1

- Scenario di Mediobanca Securities sul beneficio netto per il Tesoro italiano di una ridenominazione da euro in lira del debito pubblico si basa su ipotesi di svalutazione della nuova lira del 30% (doppio del divario inflazionistico cumulato tra 1997 e 2015 tra Italia e Germania) oltre a ipotesi, che contrasta con i Trattati relativamente all'indipendenza delle banche centrali nell'UEM, che Italia ottenga di monetizzare titoli pubblici in mano a BdI per non porre il veto all'inclusione del trattato intergovernativo del Fiscal Compact nella normativa UE →

Rischi di crisi finanziaria - 2

- Se da stress test su dati contabili si passa a uno scenario economico, rischi derivanti da:
- Predisposizione della **nuova infrastruttura per i pagamenti al dettaglio e all'ingrosso**: quali condizioni di segretezza per quanto tempo prima dell'introduzione della nuova moneta per evitare fuga dalle banche italiane?
- **Debito pubblico**: chi compra nuovo debito pubblico e a che tassi (stime di emissioni per quasi il 20% del debito pubblico nel 2017, del 13% solo per rinnovo nel 2018)
- **Banche italiane fuori da unione bancaria**: che capacità di raccolta sul mercato interbancario estero?

Rischi di crisi finanziaria - 3

- Alternativa di **vincoli ai movimenti di capitale** e di **monetizzazione del debito pubblico** (Banca d'Italia che stampa moneta):

✓ inflazione e ulteriore perdita di attrattività per investitori esteri nel debito pubblico italiano

✓ Inflazione compromette obiettivo di deprezzamento del cambio reale

✓ Inflazione è di fatto imposta patrimoniale sulle attività finanziarie delle famiglie

- Banche in carenza di capitale regolamentare (Basilea vale anche per chi è fuori dell'UE) dati i maggiori rischi sui titoli pubblici in portafoglio
- Analoghi rischi per i portafogli di assicurazioni e fondi pensione →

Rischi di crisi finanziaria - 4

- **Incertezza giuridica sugli obblighi contrattuali di intermediari e clienti** :

➢ **Debito pubblico**

✓ Ridenominazione in nuova moneta: *Lex Monetae* (art. 1277 del codice civile)

✓ ***C***(lausole) di **A**(ccordo) **C**(ollettivo) su debito pubblico emesso dal 2013 (art. 12 del trattato istitutivo del Meccanismo di Stabilità Europeo)

✓ Saldi TARGET: debito di BdI verso BCE →

✓ Che effetti da ridenominazione del debito pubblico su Cds sull'emittente Italia e su rating sovrano e, a cascata, su banche e imprese?

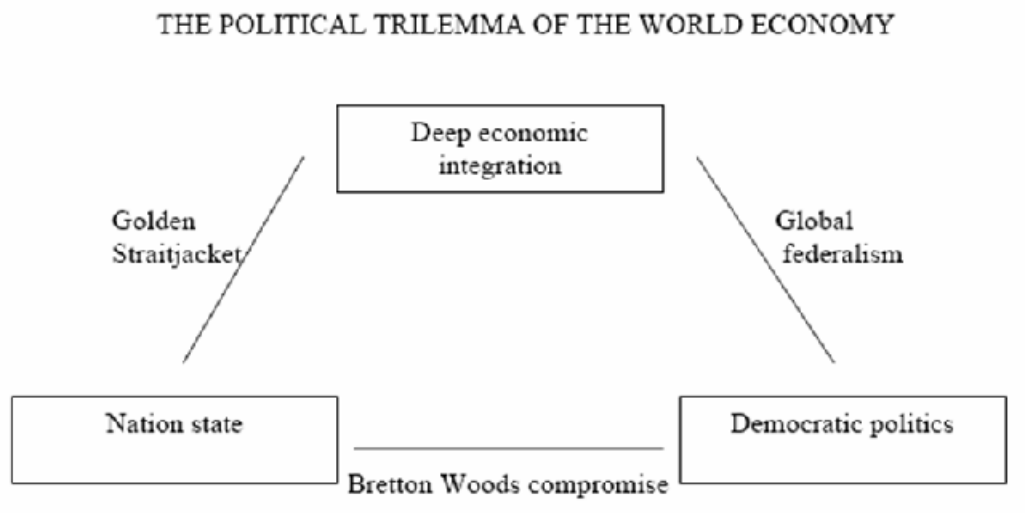
➢ Obbligazioni in euro delle imprese e delle banche soggette comunque a legge inglese o US (stime: 2/3 del totale)

✓ Debito delle famiglie (mutui): risoluzione del contratto per eccessiva onerosità da parte della banca (art. 1467 del codice civile)

Moneta fiscale (rif. www.monetafiscale.it)

- ✓ «Buono spesa» che dà diritto a una **riduzione di imposte a distanza di due anni**, erogato gratuitamente dallo Stato **per un periodo di due/tre anni**, **negoziabile tra residenti italiani**.
- ✓ **Motivazione**: famiglie e imprese con difficoltà a ottenere finanziamenti possono, **con quanto ricavato in euro scontando presso intermediari bancari e finanziari il buono spesa**, fare acquisti e quindi aumentare la domanda, mettendo in moto un moltiplicatore «keynesiano» che genera un incremento del PIL superiore al valore del buono, tanto che le maggiori imposte da ciò derivanti possono più che compensare la riduzione di imposte quando il buono spesa viene estinto. Il moltiplicatore è reso possibile **assumendo** che a) i tassi di interesse di BCE rimangano fermi; b) l'economia italiana abbia una capacità produttiva inutilizzata tale che la maggiore domanda non genera aumento dei prezzi; c) la maggiore domanda sia rivolta prevalentemente a produzione domestica.
- ✓ **Problemi**: a) secondo le regole Eurostat, si genera comunque maggiore debito pubblico; b) il ricavato in euro dipende dalla forza contrattuale di chi sconta e dal suo interesse alla riduzione di imposte; c) che percentuale del ricavato in euro è speso e non invece risparmiato?; d) è vero che la capacità produttiva in Italia è sottoutilizzata se si considera la tipologia dei beni e servizi domandati dai residenti italiani?

Sovranità nazionale e democrazia
Trilemma di Rodrik adattabile a caso EMU



Conclusioni

- I costi attuali della partecipazione all'euro minori di quelli dell'uscita
- I problemi strutturali dell'economia italiana, di produttività, crescita e occupazione, precedono l'euro e sono da affrontare con strumenti congrui, non con la svalutazione
- Meglio essere dentro il processo decisionale di un attore sullo scenario geopolitico di dimensioni congrue con un mondo globalizzato

Grazie

Fonti e altro materiale, per chi è interessato, nel working paper da cui è tratta la presentazione:

Giuseppe Marotta, I rischi dell' uscita dall'euro e dall' Unione Europea, Cefin Short Note n. 17, aprile 2017

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.

Variazioni di equilibrio del tasso di cambio nominale effettivo relativamente alla media ponderata dei paesi euro (Durand-Villemot, 2016)←

Table 5: Hypotheses for post-euro currency movements

Source: iAGS (2015) and authors' computations

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

PIL, salari reali e disoccupazione dopo svalutazione

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
Australia (1985)	*4,94*	*3,19*	*2,55*	*3,99*
Finlandia (1993)	*-4,62*	*1,60*	*-2,85*	*2,47*
Islanda (1985)	*0,99*	*4,78*	*1,38*	*6,04*
Italia (1993)	*1,19*	*0,65*	*1,48*	*1,40*
Repubblica di Corea (1998)	*6,48*	*2,51*	*7,29*	*4,60*
Spagna (1983)	*0,56*	*1,78*	*0,80*	*1,96*
Svezia (1993)	*-1,15*	*1,01*	*-0,52*	*2,02*
Paesi a basso reddito	2,86	-0,67	3,17	0,59

Segue…

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
Australia (1985)	*-0,87*	*-2,98*	*-3,47*	*-0,65*	*-1,43*	*-4,98*
Finlandia (1993)	*-3,42*	*-0,40*	*2,83*	*-6,48*	*-9,70*	*-12,25*
Islanda (1985)	*5,63*	*12,21*	*32,62*	*7,24*	*7,10*	*20,01*
Italia (1993)	*-0,78*	*-2,40*	*-4,08*	*-1,80*	*-5,12*	*-8,60*
Repubblica di Corea (1998)	*-1,94*	*-1,66*	*-1,96*	*-1,08*	*-5,33*	*-6,62*
Spagna (1983)	*1,42*	*1,25*	*2,23*	*-0,39*	*-4,85*	*-7,66*
Svezia (1993)	*-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

Segue ←

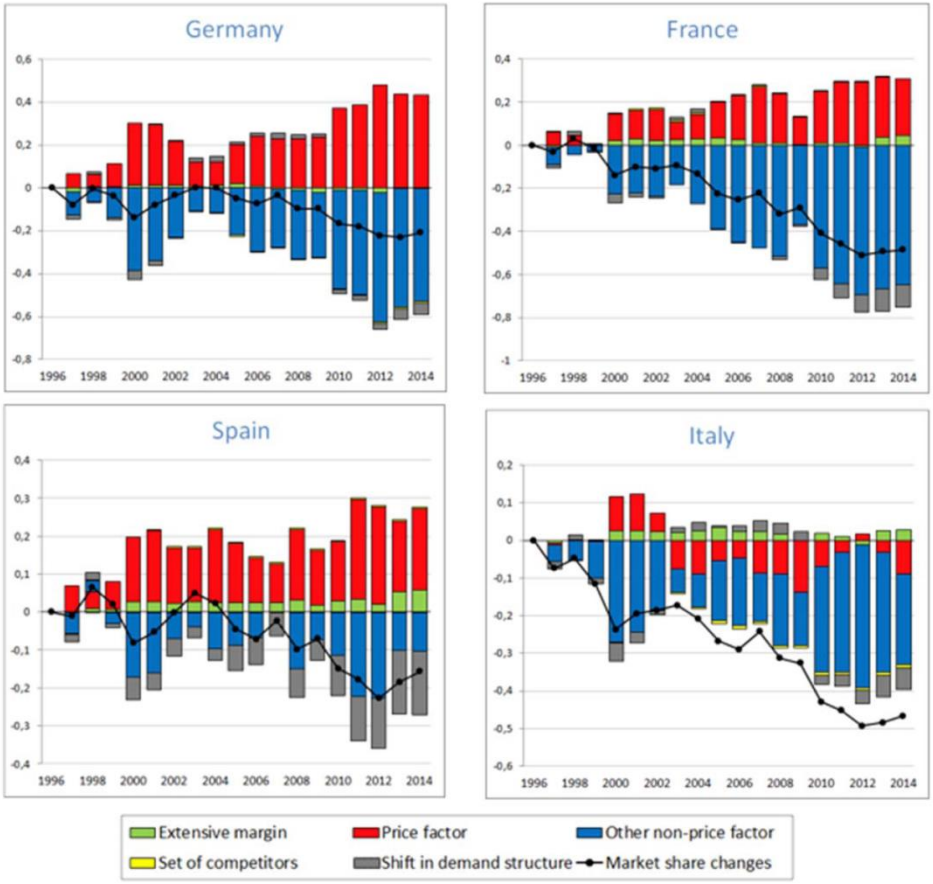
La disoccupazione dopo la crisi valutaria – Tasso di disoccupazione negli anni successivi alla crisi (anni 1980-2013)

Fonte: Ameco – Commissione Europea, Banca Mondiale, Eclac CepalStat

Paesi e anni di crisi	Tasso di disoccupazione		
	Anno di crisi	Anno successivo alla crisi	Secondo anno successivo alla crisi
Tutti i Paesi	9,74	9,38	8,91
Paesi ad alto reddito	9,46	9,83	9,46
Australia (1985)	*8,26*	*8,08*	*8,11*
Finlandia (1993)	*16,30*	*16,60*	*15,40*
Islanda (1985)	*1,60*	*1,10*	*0,80*
Italia (1993)	*9,70*	*10,60*	*11,20*
Repubblica di Corea (1998)	*6,95*	*6,34*	*4,14*
Spagna (1983)	*14,30*	*16,70*	*17,80*
Svezia (1993)	*9,10*	*9,40*	*8,80*
Paesi a basso reddito	9,86	9,19	8,67

Quote export e fattori di prezzo e non ←

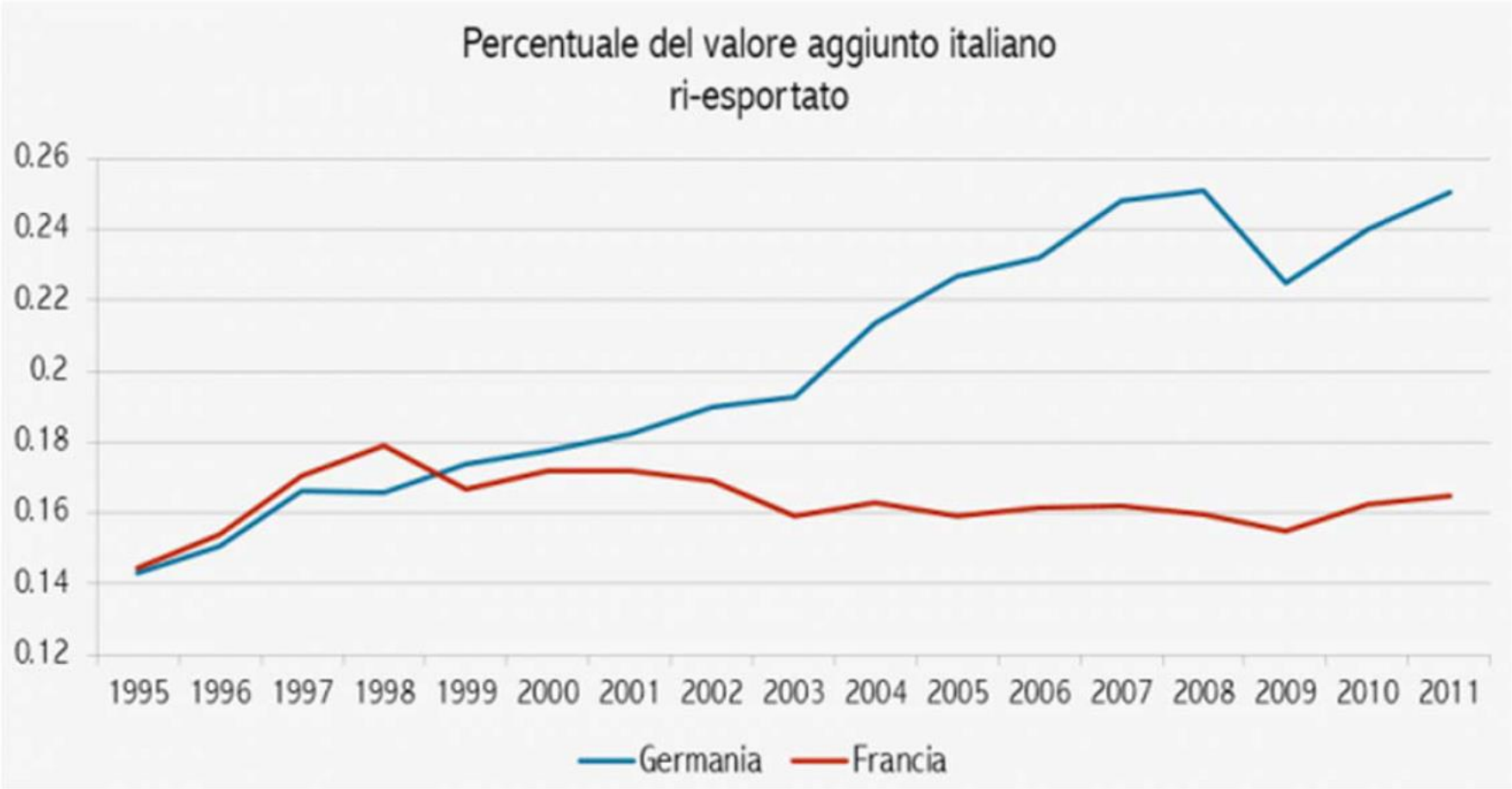
Figura 6 Scomposizione dei mutamenti nelle quote di mercato all'export



Fonte : di Mauro et al (2016)

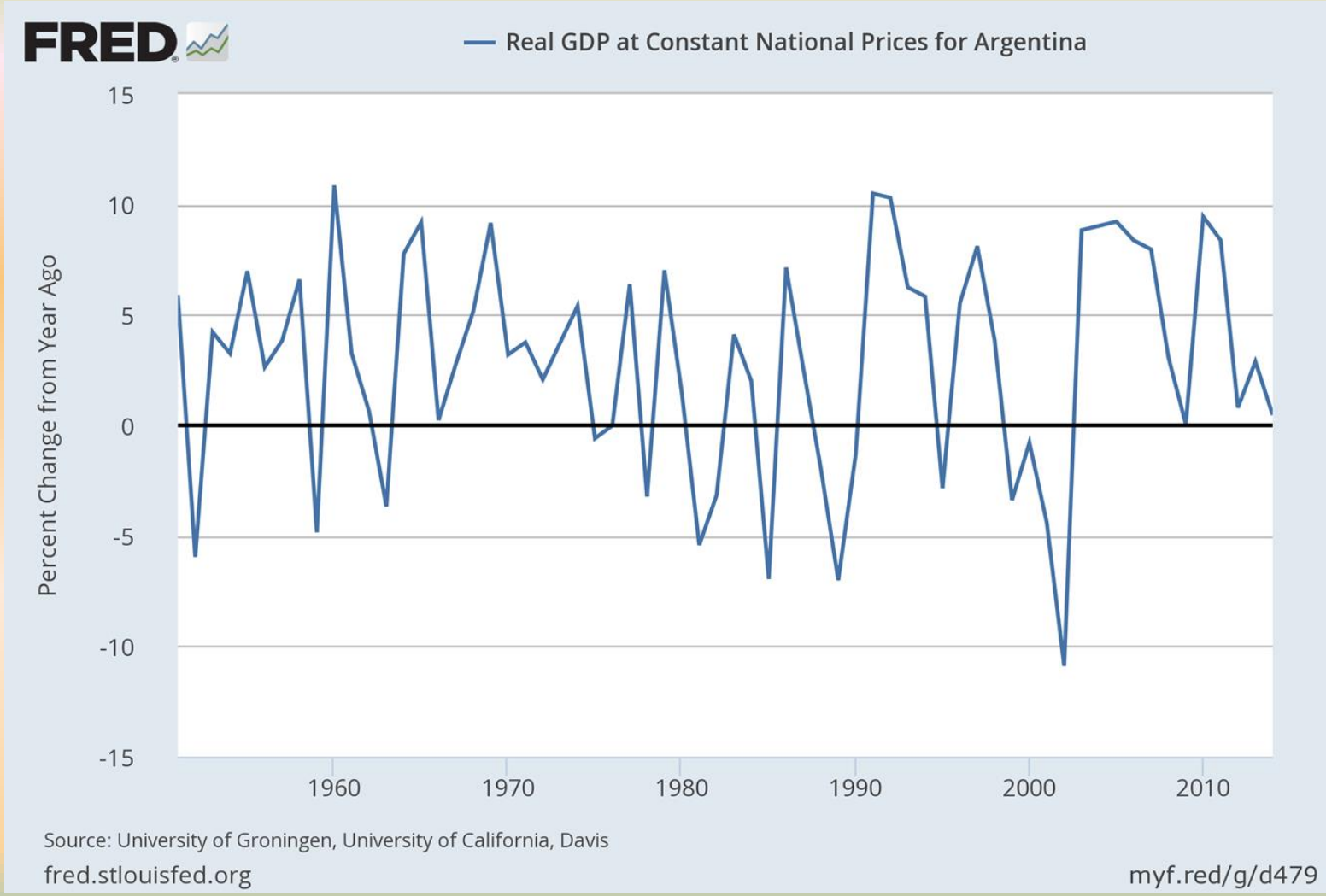
Valore aggiunto italiano nell'export tedesco←

Figura 5

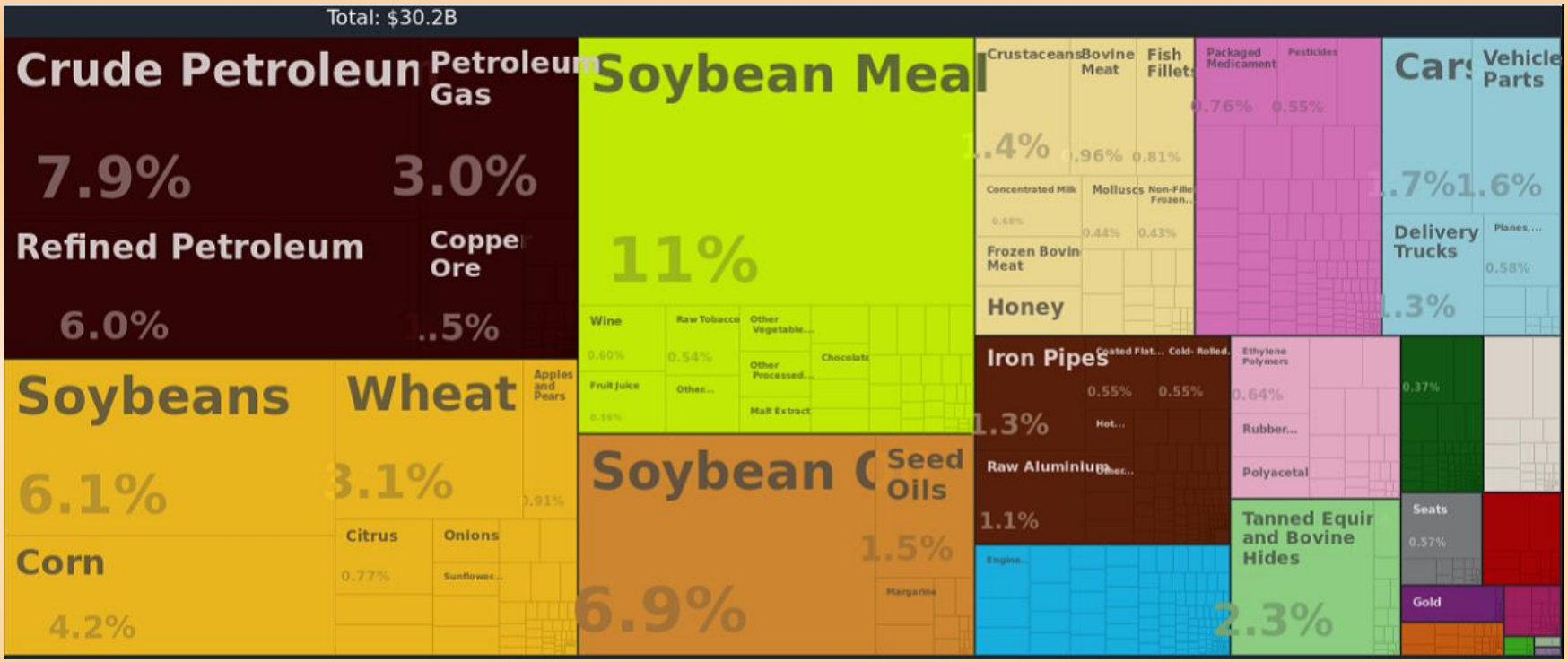


Fonte : Altomonte e Colantone (2017).

Caso «virtuoso» di ripresa dopo ritorno al peso : Argentina - 1

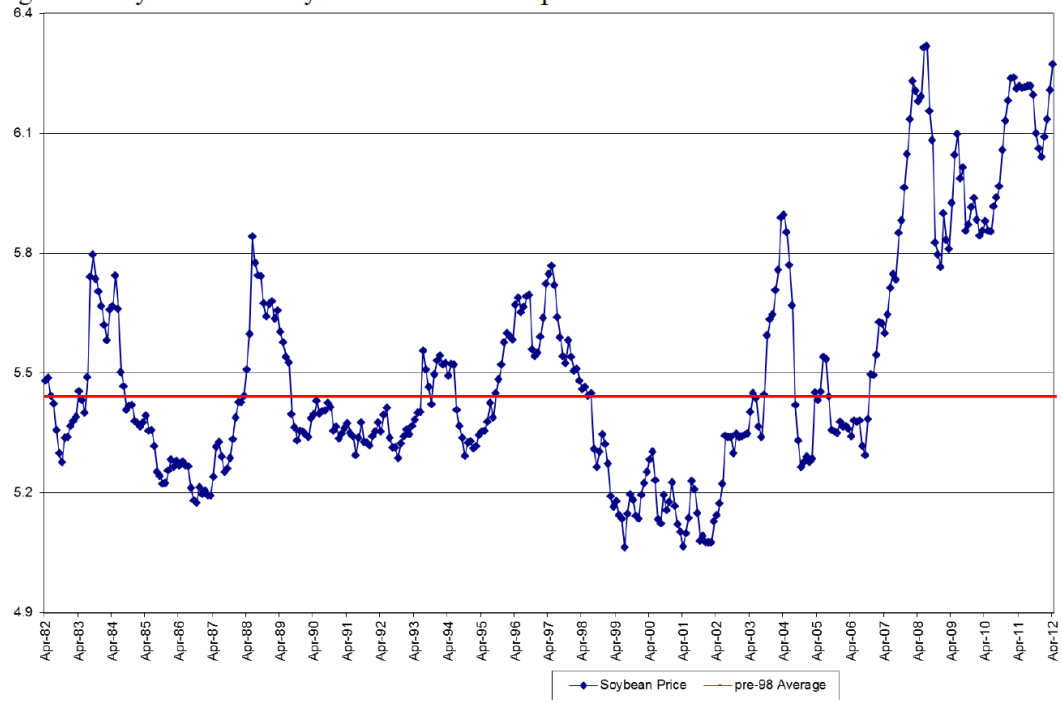


Argentina: esempio plausibile per Italexit? - 1



Argentina: esempio plausibile per Italexit? - 2 ←

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



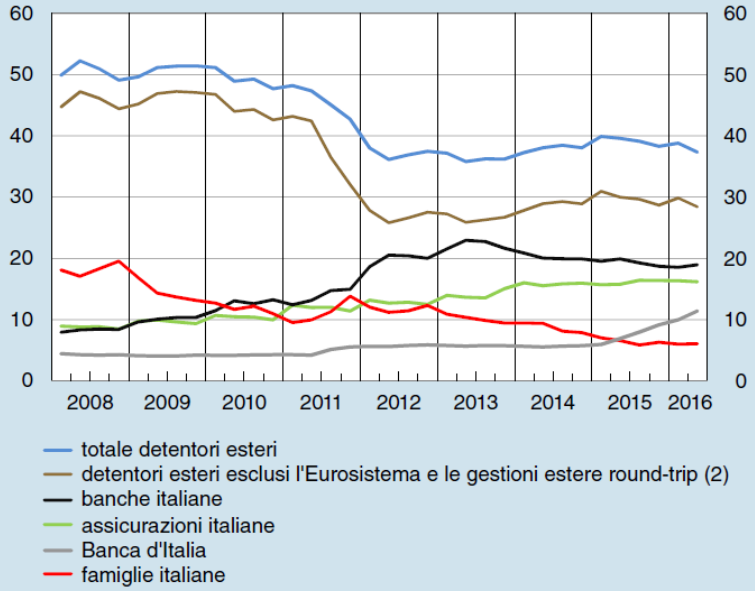
U.S. No. 2 Yellow, FOB Gulf of Mexico, U.S. price, US$ per metric ton. USDA Market News.

Chi detiene debito pubblico italiano ←

Figura 3.9

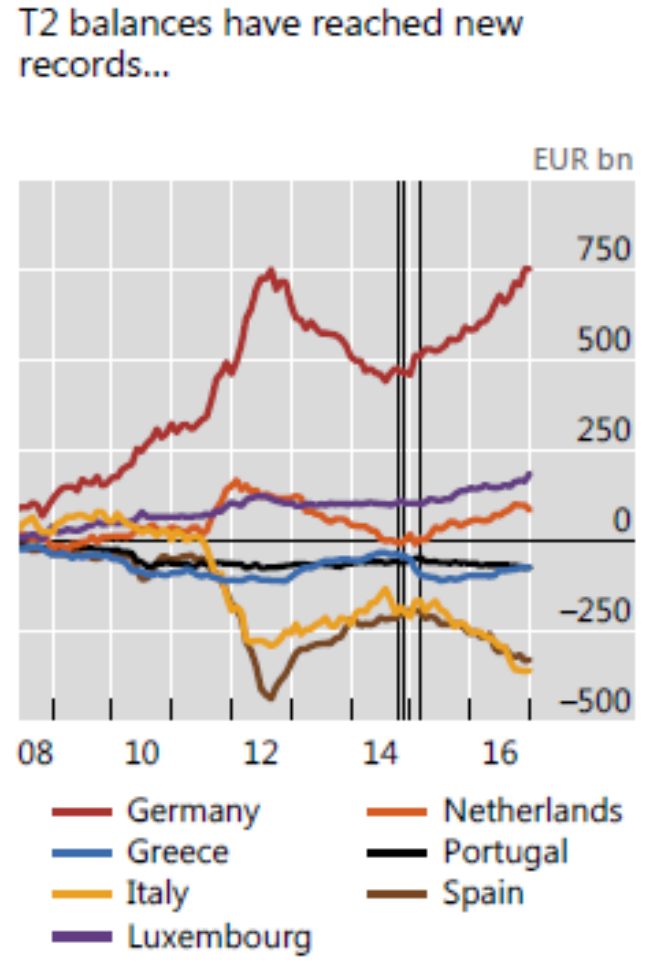
Titoli pubblici italiani: ripartizione per categoria di detentore (1)

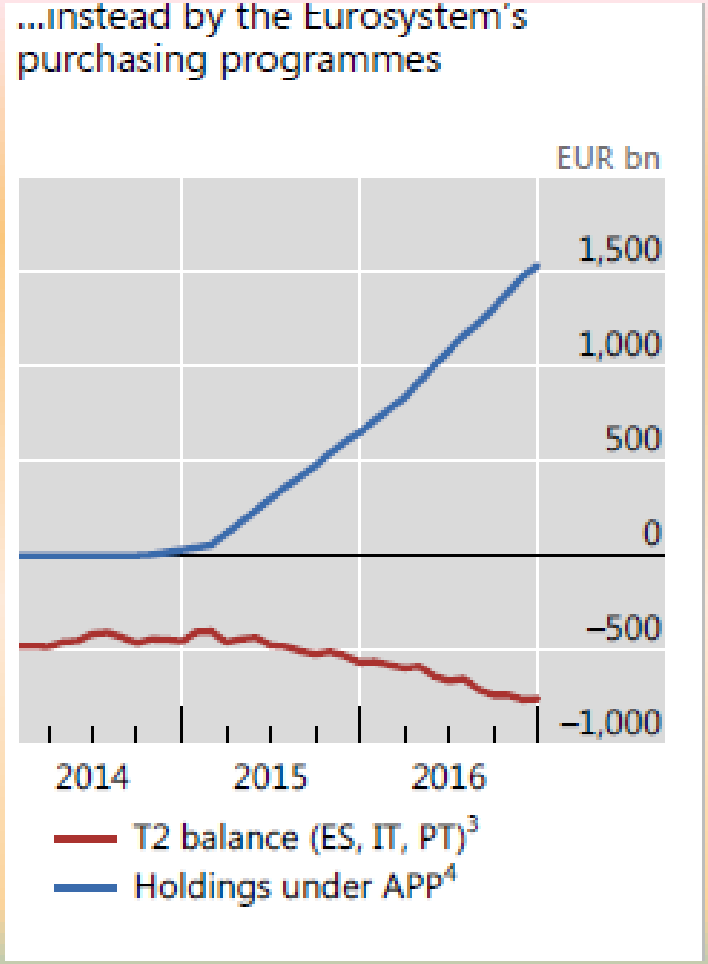
(dati trimestrali; valori percentuali)



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

Saldi Target2 e acquisto titoli da BCE ←



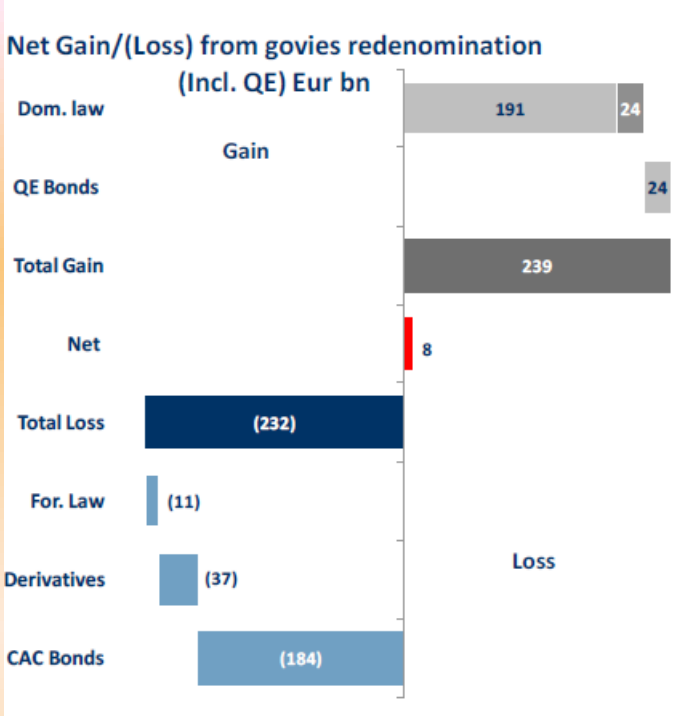
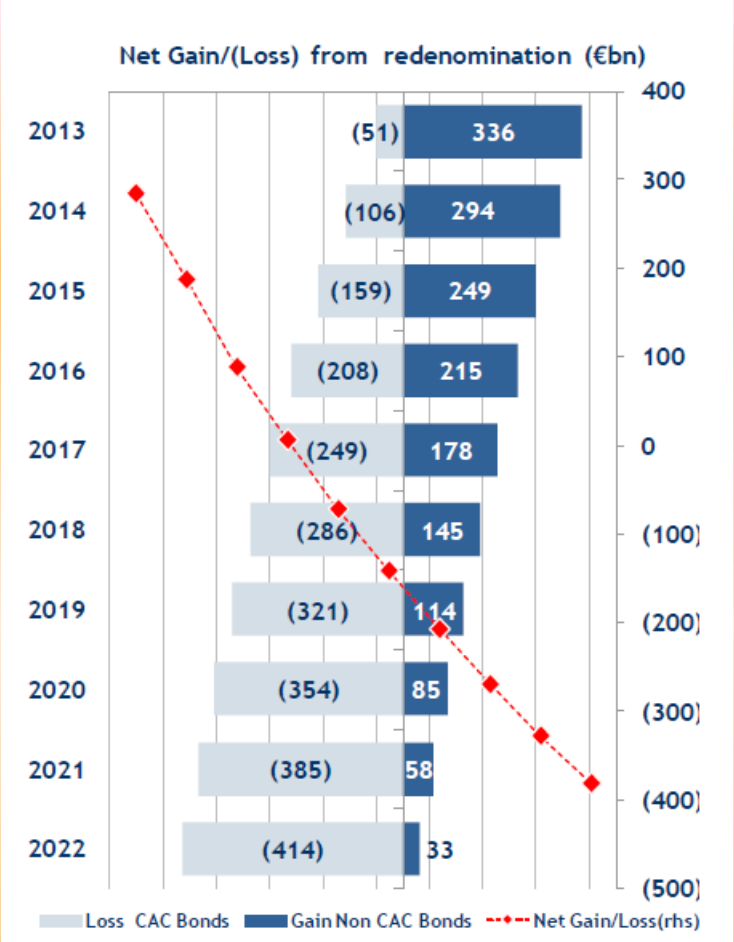


Obbligazioni internazionali (ovvero non soggette a legge nazionale)

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

Sources: BIS, World Bank QEDS, authors' computations

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

Esercizio contabile di guadagni/perdite da ridenominazione dei titoli pubblici

(Mediobanca Securities 2017)