

### 4.1.3. Costi ed incentivi connessi all'uscita dall'Euro

Il lento processo di aggiustamento strutturale di prezzi e salari imposto dal regime di cambi fissi inerente all'Euro sta costando molto alle economie dei Paesi periferici in difficoltà: Grecia, Portogallo, Irlanda, Spagna ed Italia. Il rallentamento del ciclo economico mondiale avvenuto nel 2008 e nel 2011 è risultato esacerbato per i PIIGS per l'impossibilità di utilizzare sia la politica monetaria che la politica fiscale in funzione anticiclica; anzi il deterioramento dei conti pubblici che in un contesto recessivo è abbastanza naturale (si riducono le entrate fiscali a causa del rallentamento del livello di attività economica) risulta incoraggiato da politiche fiscali di *austerità* di aumento delle tasse e riduzione della spesa pubblica.

La caduta del PIL in questi Paesi sta acquisendo un allarmante livello di *trend*: in special modo Grecia ed Italia, ma anche la Spagna, sembrano essersi

avvitate in un percorso di decrescita e de-industrializzazione marcate, che purtroppo non pare convergere verso un qualche livello di equilibrio, seppur basso. Infatti la perdurante recessione non permette l'aggiustamento dei flussi commerciali e finanziari, che seppur in riduzione, rimangono in permanente squilibrio tra entrate ed uscite; questo perché la forza dell'Euro rende anche in un contesto di impoverimento progressivo le importazioni sempre relativamente convenienti e non permette un rilancio delle esportazioni. Di conseguenza l'aggiustamento forzato di prezzi e salari insegue senza risultato un *deficit* permanente della bilancia commerciale, mentre la riduzione della base imponibile comprime le entrate fiscali garantendo la persistenza del *deficit* fiscale anche a fronte di riduzioni consistenti della spesa pubblica. Né peraltro si ottiene un intaccamento dell'entità del debito pubblico preesistente. Soltanto una robusta ripresa a livello globale potrebbe disinnescare questo meccanismo di divergenza autorinforzante, ma purtroppo questa eventualità, stanti gli alti costi dell'energia, appare al presente assai remota.

Questo perfetto circolo vizioso incrementa ad ogni frenata dell'economia globale un incentivo per i Paesi in difficoltà ad abbandonare la moneta unica. Cerchiamo ora di capire quali sarebbero i benefici di un abbandono dell'Euro e gli inevitabili costi associati ad esso.

Innanzitutto, il recupero della sovranità monetaria implica che tutte le attività reali e finanziarie di un determinato Paese saranno valorizzate nella nuova valuta di riferimento e non nella precedente (l'Euro), a patto che non ci siano particolari clausole che vincolino l'attività al rispetto della normativa di un Paese estero.

Questo dettaglio fa una grande differenza; se ho infatti un debito con un operatore estero espresso in Euro che domani sarà convertito in nuove Lire italiane e nel tempo ci si attende che la Lira svaluterà, allora la ridenominazione in lire per me sarà un vantaggio economico chiaro. Al contrario sarà uno svantaggio per il mio creditore che si ritroverà ripagato in una valuta soggetta ad una svalutazione tendenziale nel tempo.

Se però esiste una clausola che dice che il mio debito è soggetto alla legge del creditore estero, allora anche se da domani sarà in circolazione la nuova Lira italiana io sarò costretto a pagare il mio debito sempre in Euro, a fronte di redditi e risparmi che con tutta probabilità saranno denominati in Lire che si svaluteranno nel tempo. Dunque in questo caso il debitore italiano subisce un aggravio di costi, mentre il creditore si ritrova in una situazione di vantaggio economico.

Quindi, più uno Stato ha contratto debiti soggetti alla propria legge nazionale, più è incentivato ad abbandonare l'Euro, perché potrebbe ripagare i debiti in una valuta più debole, che è anche in grado di stampare *ex lege* per via del recupero della sovranità monetaria.

Tutto il debito governativo ricade in questa categoria, ma anche una parte delle obbligazioni emesse dalle banche e dalle imprese. Quindi, più alta è la

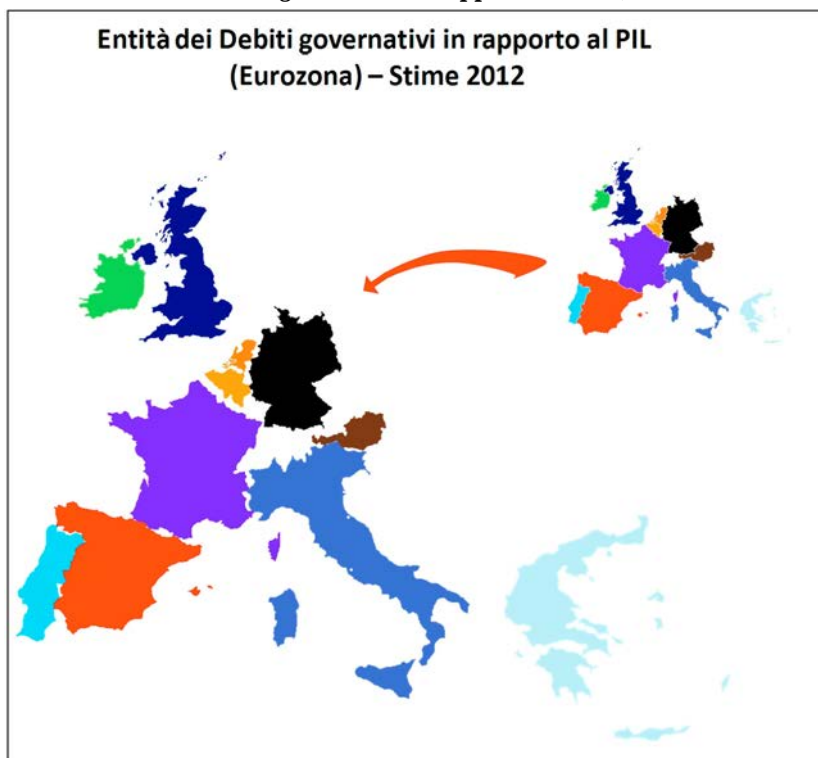
quota di debito complessivo soggetto alla legge nazionale, più vantaggi ci sono dall'uscita dall'Euro in termini di alleggerimento degli oneri di rimborso.

Le figure 165, 166 e 167 ci danno un quadro esauriente della posizione dei vari Paesi PIIGS in termini di debito soggetto alla propria legge nazionale.

Andiamo per ordine. La figura 165 deforma la dimensione geografica di ogni Paese in proporzione al rapporto debito governativo/PIL.

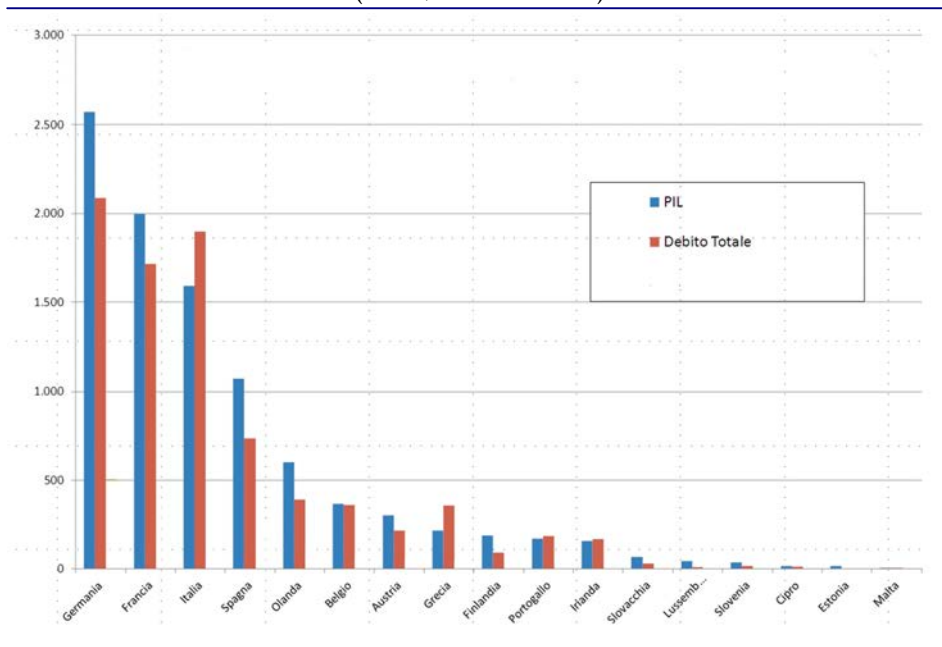
I Paesi che risultano «ingigantiti» sono quelli con le stime di più alto rapporto debito/PIL per il 2012: Grecia, Italia, Portogallo; solo in secondo piano prima Irlanda e poi Spagna. La figura 166 ci mostra le cifre che stanno dietro a tale rappresentazione riportando i dati esatti di debito (barra rossa) e PIL (barra blu) relativi al 2011. I Paesi con barra rossa più alta della barra blu sono quelli con un rapporto debito/PIL maggiore del 100%; al 2011 in questa categoria ricadevano Grecia, Italia, Irlanda e Portogallo.

**Figura 165 – Entità dei debiti governativi in rapporto al PIL (Eurozona – Stime 2012)**



Poiché il debito governativo ricade tutto nella categoria del debito soggetto alla legge nazionale del paese di emissione, da questo punto di vista possiamo dire che Grecia, Italia e Portogallo hanno i maggiori incentivi in relazione alla possibilità di ridenominare e conseguentemente svalutare una maggiore porzione di debito mentre Spagna ed Irlanda otterrebbero minori benefici.

**Figura 166 – Debito pubblico e PIL per diversi Paesi dell'Unione Europea  
(dato 2011 in mld di €)**



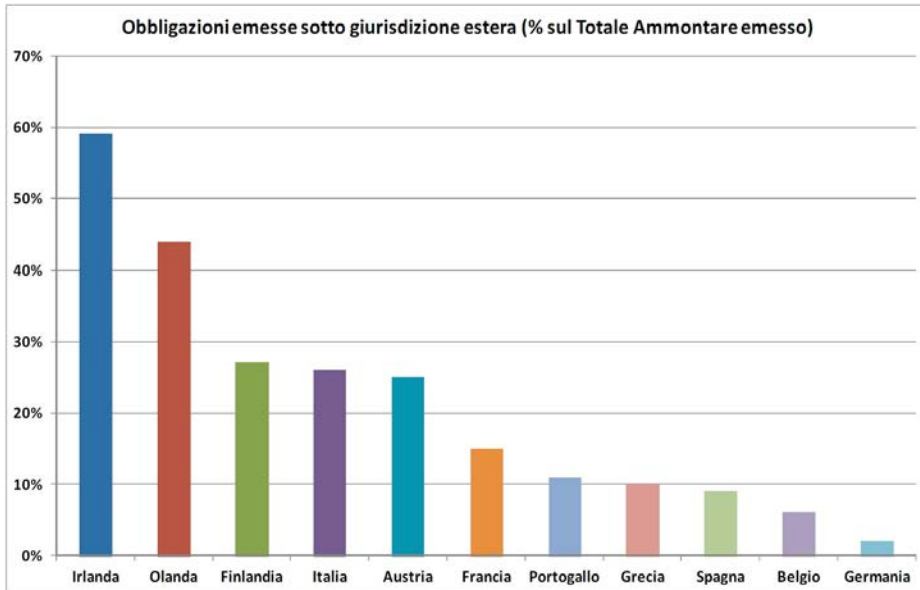
Completiamo il quadro andando a studiare l'entità del debito contratto dai vari Paesi che però ricade sotto giurisdizione estera. Abbiamo già visto come in caso di uscita dall'Euro e di ripristino di una valuta nazionale tali debiti non sarebbero ridenominati e dunque non sarebbero soggetti a svalutazione; anzi il debitore subirebbe un aggravio del peso del debito perché costretto a rimborsare in una valuta più forte di quella del proprio Paese.

La figura 167 ci mostra la percentuale di obbligazioni emesse da banche ed aziende di diversi Paesi dell'Eurozona che ricadono sotto una giurisdizione estera in rapporto al totale del debito (che include anche quello governativo). Ovviamente, più è alta questa percentuale, minori sarebbero i benefici di un'uscita dalla moneta unica, dato che i debiti andrebbero comunque ripagati in Euro con aggravio dei costi.

L'analisi della figura 167 ci mostra come l'Irlanda, intesa come sistema bancario ed industriale, sia particolarmente esposta verso le giurisdizioni estere, tale da rendere il ripristino di una propria valuta non particolarmente appetibile dal punto di vista della ridenominazione del debito (anche se tale dato è probabilmente sopravvalutato a causa della presenza dei *branch* irlandesi di numerose multinazionali attirati dalla favorevole legislazione fiscale). Meglio posizionati in questo senso appaiono Portogallo, Grecia e Spagna, che sperimentano un limitato ammontare di debito soggetto a giurisdizione straniera e potrebbero dunque esercitare con efficacia il potere di ridenominazione. L'Ita-

lia si situa in un posizione intermedia: i costi connessi con l'uscita (pago un debito in valuta estera) non sarebbero trascurabili ma contano comunque per meno di un quarto del debito complessivo.

**Figura 167 – Obbligazioni emesse sotto giurisdizione estera  
(percentuale sul totale ammontare emesso)**



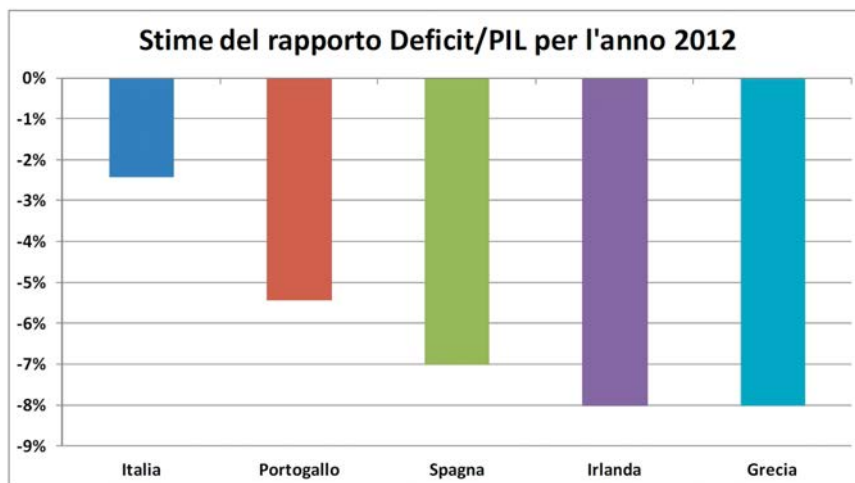
In tutto questo ragionamento resta comunque fermo che una ridenominazione del debito in una valuta di nuova istituzione soggetta a repentina svalutazione è secondo la normativa ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) – ente che rappresenta gli interessi della comunità finanziaria internazionale – un evento di *default* tecnico, perché negli effetti assimilabile ad una vera e propria insolvenza del Paese emittente con *haircut* del valore dei titoli. Pertanto il Paese che ridenominasse il proprio debito andrebbe incontro alle conseguenze di un *default* tecnico con le connesse ripercussioni sull'accesso ai mercati dei capitali (potrebbe cioè essere estremamente difficile collocare altro debito a condizioni ragionevoli su qualunque mercato).

Tenuto conto anche di questa circostanza, il Paese con i maggiori incentivi sarebbe quello con il minor *deficit* fiscale al momento dell'uscita dall'Euro, perché meno dipendente dalla necessità immediata di finanziamenti. La figura 168 confronta pertanto le stime relative al *deficit* 2012 previsto per i Paesi PIIGS.

Tenendo in considerazione anche questo elemento, l'Italia, caratterizzata da un elevato rapporto debito/PIL relativamente al debito governativo soggetto alla legge nazionale, un *deficit* limitato ed una quota equilibrata di debito privato soggetto a giurisdizione estera può ottenere dei benefici non indifferenti

attraverso la ridenominazione del debito in nuove lire. Grecia, Spagna e Portogallo avrebbero seri problemi di accesso al mercato dei capitali e molto probabilmente sarebbero forzati a monetizzare il *deficit* nella sua interezza producendo una forte inflazione. L'Irlanda è probabilmente il Paese con meno incentivi ad abbandonare la moneta unica, a causa del *deficit* elevato, della significativa quota di debito che rimarrebbe denominato in Euro e del limitato peso del debito governativo.

**Figura 168 – Stime relative al rapporto deficit/PIL per l'anno 2012  
(Paesi del blocco PIIGS)**



Passiamo ora ad esaminare gli effetti che un'uscita dall'Euro produrrebbe sulle valute di nuovo conio: la nuova Lira, la nuova Peseta, la nuova Dracma. Intuitivamente, fino ad ora abbiamo predetto che queste valute saranno più deboli dell'Euro, perché a prescindere dal tasso di cambio stabilito d'ufficio al momento dell'abbandono della moneta unica, esse tenderanno rapidamente a svalutarsi. Ora è arrivato il momento di capire il perché di questa svalutazione attesa e cercare di calcolare quanto queste nuove divise si deprezzerebbero rispetto all'Euro.

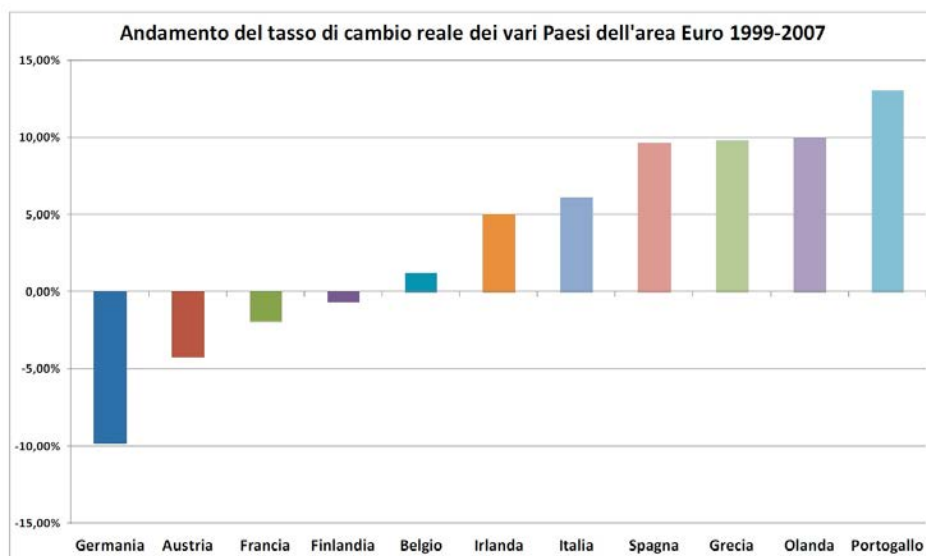
Questa stima sarà successivamente utile per capire l'impatto della svalutazione sull'economia reale, cioè se effettivamente con una valuta più debole le varie economie dei Paesi periferici potrebbero beneficiare di un aumento delle esportazioni con riequilibrio della bilancia commerciale e rilancio della produzione interna e dell'occupazione.

Affrontiamo il problema tecnico della stima dei tassi di cambio tra le nuove valute e l'Euro, che rimarrebbe la moneta di quell'insieme di nazioni che rimarrebbero ancorate all'unione monetaria nel caso di fuoriuscita di uno o più Paesi periferici.

Il tasso di cambio tra due valute è un prezzo relativo di un bene rispetto ad un altro e dipende in ultima analisi dalla domanda e dall'offerta di quel bene. Le quantità scambiate in acquisto e vendita di una determinata valuta dipendono dunque da una componente di domanda reale, che serve a regolare le transazioni commerciali di *import/export* di merci e servizi, ed una componente finanziaria che si muove liberamente (in assenza di controlli) sulla base delle semplici aspettative degli operatori. Questo equivale a dire che il tasso di cambio sarà dipendente innanzitutto dall'andamento delle esportazioni e delle importazioni ed in seconda battuta dalle aspettative di inflazione.

Nel paragrafo 2.2.2 abbiamo già studiato come l'adozione dell'Euro abbia provocato per i sistemi industriali coinvolti uno *shift* del quadro economico di riferimento. A tal proposito, recuperiamo la figura 85.

**Figura 85 – Andamento del tasso di cambio reale dei vari Paesi dell'area Euro 1999-2007**



Ricordiamo (cfr. paragrafo 2.2.2) che il tasso di cambio reale ci dice come si è modificato il cambio di una nazione nel passaggio dalla propria valuta all'Euro, al netto degli effetti dell'inflazione sperimentata da ogni Paese. In particolare la figura 85 ci dice che la Germania, nel passare dal marco all'Euro, dal 1999 al 2007 è come se avesse svalutato la propria vecchia moneta di quasi il 10%. Al contrario, il Portogallo è come se avesse rivalutato la propria divisa del 13%. In altri termini, la Germania sta godendo di una valuta molto debole che l'avvantaggia nelle esportazioni ma la svantaggia nelle importazioni rispetto al vecchio marco; al contrario il Portogallo sta godendo di una valuta molto forte che rende le importazioni molto convenienti, ma svantaggia le esportazioni che, ri-

petto alla situazione pre-Euro, sono molto più costose per un acquirente al di fuori dell'area valutaria europea.

Di conseguenza questo è un buon punto di partenza per capire cosa potrebbe succedere se dall'Euro si tornasse improvvisamente a delle valute nazionali. Se ad esempio la Grecia decidesse di re-istituire la Dracma come mezzo legale di scambio all'interno del territorio greco, soltanto per tornare alla situazione pre-Euro del 1999 dovrebbe svalutare istantaneamente la propria moneta del 10%. D'altro canto la Germania si ritroverebbe con una valuta più forte di quasi il 10%.

Tuttavia il quadro non è ancora completo. Poco sopra abbiamo sostenuto come il tasso di cambio sia anche governato dalle aspettative degli operatori relative alle prospettive di inflazione nello Stato in questione.

Perché l'inflazione è così importante per spiegare i movimenti sul mercato FOREX (cioè il mercato internazionale dei cambi, cfr. paragrafo 2.2.2)? La risposta è immediata se si pensa che l'erosione del valore nominale della moneta di riferimento è una perdita secca per chi detiene della liquidità in valuta estera al fine di operare in via sistematica su tale mercato; se mi aspetto che il tasso di inflazione negli USA sarà del 5% ed in Russia solo del 2%, comparativamente mi conviene detenere delle riserve di rubli piuttosto che di dollari. Di conseguenza la domanda di dollari americani tenderà a ridursi e quindi il prezzo del Dollaro rispetto a tutte le altre valute tenderà a scendere: il Dollaro si svaluta.

Quindi se gli operatori si aspettano un'inflazione elevata su una determinata valuta, tenderanno a ridurre le loro riserve nella stessa e ne provocheranno conseguentemente una svalutazione. Maggiore sarà l'inflazione attesa, maggiore sarà la svalutazione.

Il tasso di inflazione è una variabile molto elusiva, difficile da misurare e da prevedere, proprio perché molto dipendente dalle aspettative degli operatori di mercato. In genere tutte le aspettative hanno una componente di carattere «storico»: ci si aspetta un determinato comportamento già avvenuto in precedenza. Le aspettative di inflazione cioè dipendono molto dalla storia passata: ad esempio se in uno Stato come l'Argentina si sono sperimentati ripetutamente nel passato lunghi periodi di alta inflazione, ci si aspetta che l'economia torni prima o poi ad attraversare di nuovo situazioni inflazionistiche.

Proprio perché vogliamo solo avere un'idea di massima di quello che potrebbe succedere ai tassi di cambio rispetto all'Euro delle valute di nuova istituzione e non abbiamo interesse ad approfondire il tema molto tecnico di stima del tasso atteso di inflazione, nell'analisi che segue abbiamo fatto l'assunzione semplice e conservativa tale per cui ci si attende per il futuro lo stesso tasso di inflazione sperimentato nel passato.

Spiegando meglio: nel caso di ripristino della Dracma si presuppone che il tasso di inflazione di questa valuta nei prossimi 3 anni sarà l'inflazione registrata in Grecia nei 10 anni (1990-1999) prima dell'introduzione dell'Euro, e



cioè circa il 15% annuo. Considerando che il governo greco avrebbe bisogno sicuramente di monetizzare il suo *deficit* pari almeno all'8% del PIL e valutando la speculazione attesa sui mercati, si tratta senza dubbio di una stima conservativa, che però ha il pregio di fare uso di dati oggettivi e di fungere quanto meno da limite inferiore della previsione; del genere «questo è il meno che ci si può attendere». Inoltre è stato scelto un limite temporale di 3 anni per permettere di escludere dall'analisi il primo periodo dopo l'uscita dalla moneta unica, che sarà sicuramente caratterizzato da oscillazioni estreme ed accentuata erraticità dei tassi di cambio.

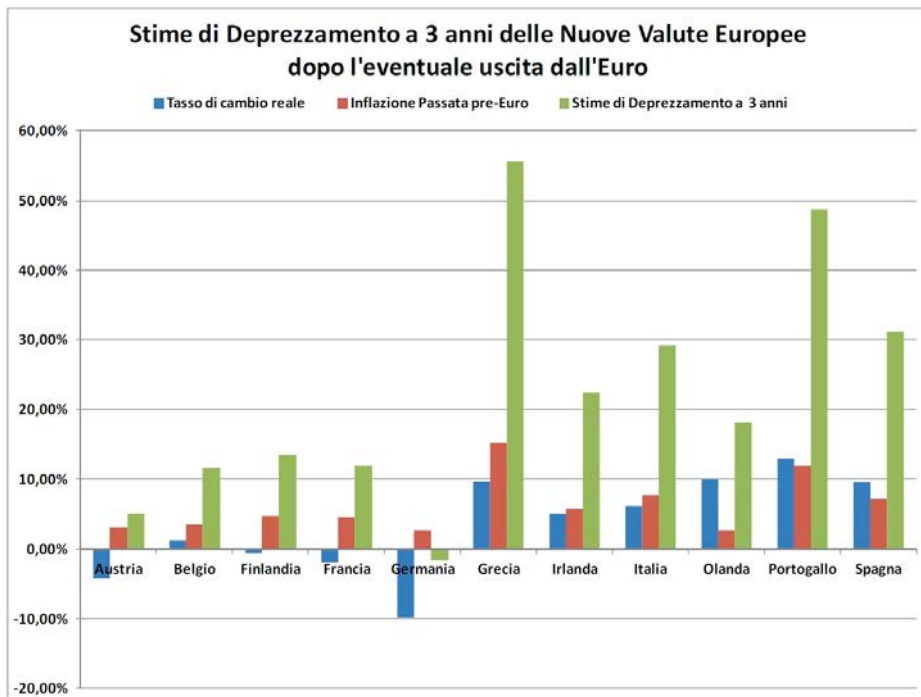
La stima di deprezzamento delle varie valute a 3 anni dalla loro nuova istituzione è stata dunque costruita nelle seguente maniera: partendo dai numeri di cui alla figura 85, che tengono conto del deprezzamento attribuibile alla componente reale del tasso di cambio, a questi è stata sommata l'inflazione storica su base annua registrata nel decennio pre-Euro, cumulata sui 3 anni. Quindi, nel caso della Grecia, abbiamo stimato un deprezzamento della nuova Dracma di (almeno) il 55,65% rispetto all'Euro, sommando al deprezzamento su base reale del 9,85% l'inflazione del 15,3% cumulata su 3 anni:  $9,85\% + 15,3\% * 3 = 55,65\%$ .

La figura 169 riassume le stime effettuate per gran parte dei Paesi attualmente appartenenti alla moneta unica.

Commentiamo in dettaglio la figura 169: si stima che Grecia e Portogallo subiranno i deprezzamenti più consistenti, seguiti a ruota da Spagna ed Italia con svalutazioni dell'ordine del 30%. L'Irlanda dovrebbe accettare una svalutazione di poco più del 20%, mentre per i Paesi *core*, ad eccezione della Germania, le variazioni al ribasso sarebbero più contenute nell'ordine del 10%. La Germania, in coerenza con quanto supposto nel paragrafo 4.1.2, vedrebbe il nuovo marco rivalutarsi rispetto all'Euro anche se in misura non eccessiva (circa il 2%); anche questa stima di rivalutazione è però da intendersi al ribasso, perché il tasso di inflazione nel periodo pre-Euro è stato piuttosto alto rispetto allo *standard* di rigidità dichiarato dalla *Bundesbank* nel periodo successivo. Dunque con tutta probabilità la Germania sperimenterebbe un'inflazione significativamente inferiore a quella storica degli anni novanta ed il nuovo marco tenderebbe a rivalutarsi in misura maggiore di quanto previsto.

Ora il passo successivo dell'analisi è chiedersi quale sarebbe l'impatto della svalutazione sulle differenti economie europee; abbiamo già studiato nel paragrafo 2.2.1 come ci siano delle differenze strutturali importanti tra i vari Paesi dell'Eurozona in tema di grado di apertura delle economie. Poiché i benefici di una svalutazione, oltre alla questione della ridenominazione dei debiti in valuta che abbiamo già affrontato, constano essenzialmente di un aumento delle esportazioni a causa della riduzione del loro prezzo relativo, più un'economia sarà orientata alle esportazioni più potrà trarre beneficio da una svalutazione. Al contrario, una svalutazione rende le importazioni più costose perché aumenta il loro prezzo relativo; di conseguenza più un'economia è dipendente dalle importazioni, più sarà colpita da questo aggravio di costi.

**Figura 169 – Stime di deprezzamento a 3 anni delle nuove valute europee dopo l'eventuale uscita dall'Euro**



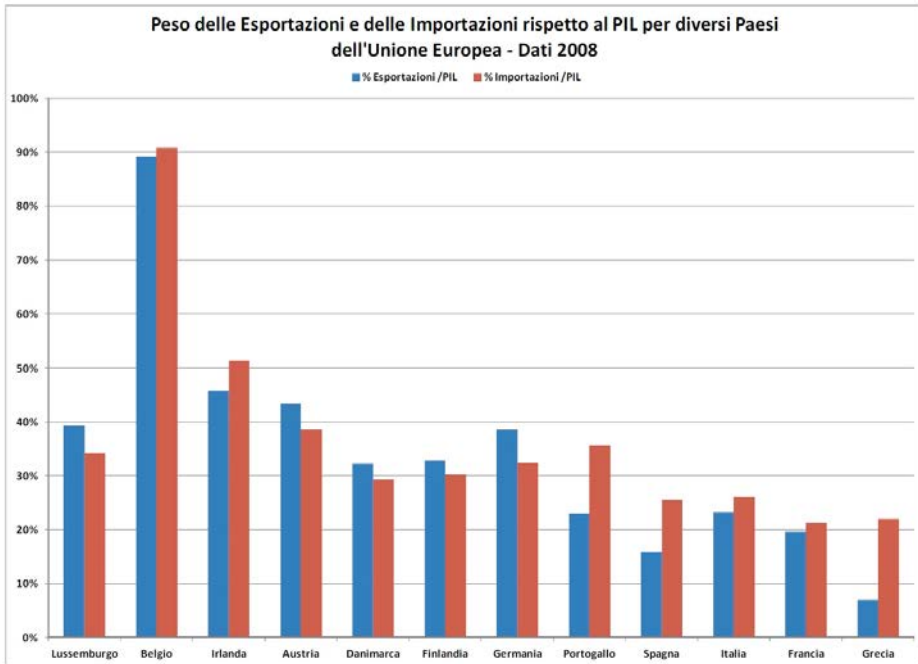
La figura 170 ci fornisce il quadro della situazione europea in tema di orientamento alle esportazioni / dipendenza dalle importazioni. Analizziamo con grande attenzione.

In generale, più le barre rosse (percentuale importazioni / PIL) e blu (percentuale esportazioni / PIL) sono alte, più un'economia è aperta verso l'estero. In questa prospettiva l'economia belga è straordinariamente connessa con l'esterno, mentre il resto d'Europa è molto distante, su livelli perlopiù dimezzati. Il caso del Lussemburgo è esemplare e spiega il perché della scelta dell'anno 2008 per l'analisi di questo fenomeno. Prima della crisi finanziaria del 2008, il Lussemburgo esportava una quota straordinaria di servizi e prodotti finanziari (cfr. figura 77, paragrafo 2.2.1) che la crisi di fiducia del 2008 ha sostanzialmente decimato; al di là di questa parte di *export* molto volatile, il Lussemburgo si pone alla pari rispetto al resto d'Europa e non possiede la stessa apertura strutturale mostrata dall'economia belga.

Proseguendo con l'analisi, si nota che i maggiori sbilanci tra importazioni ed esportazioni si hanno per la Germania, dove la quota di *export* è preponderante (questo non ci sorprende, viste le conclusioni tratte dall'osservazione della figura 85), e per i Paesi PIIGS, dove le importazioni pesano molto di più delle esportazioni. In successione, il peso delle importazioni è schiacciante per Grecia

e Portogallo, un po' meno per la Spagna, mentre più equilibrata è la situazione dell'Italia.

**Figura 170 – Peso delle esportazioni e delle importazioni rispetto al PIL per diversi Paesi dell'Unione Europea – Dati 2008**



Di conseguenza, non c'è dubbio che una *dracma* debole potrebbe aiutare l'industria del turismo greca, ma in generale la Grecia non ha un sistema industriale orientato alle esportazioni e dunque non riuscirebbe a far decollare una ripresa economica solo puntando sul rilancio dell'*export*. Al contrario, la Grecia ha una struttura dei consumi che dipende fortemente dall'Euro per sostenere, anche in questo momento di profonda recessione, lo stile di vita della popolazione. Con una moneta assai più debole, la Grecia dovrebbe sostenere dei costi esorbitanti per le importazioni c.d. incompressibili, in special modo di petrolio, gas e carbone necessari per la produzione dei servizi essenziali (elettricità, trasporti). Bisogna considerare infatti come l'aumento delle esportazioni produca i suoi effetti benefici nel medio-lungo periodo mentre lo *shock* di aumento del prezzo delle materie prime ha degli effetti negativi immediati sull'economia, con crollo dei consumi ed aumento dei costi di produzione del sistema industriale.

Lo stesso tipo di considerazione può essere svolta per Portogallo e Spagna.

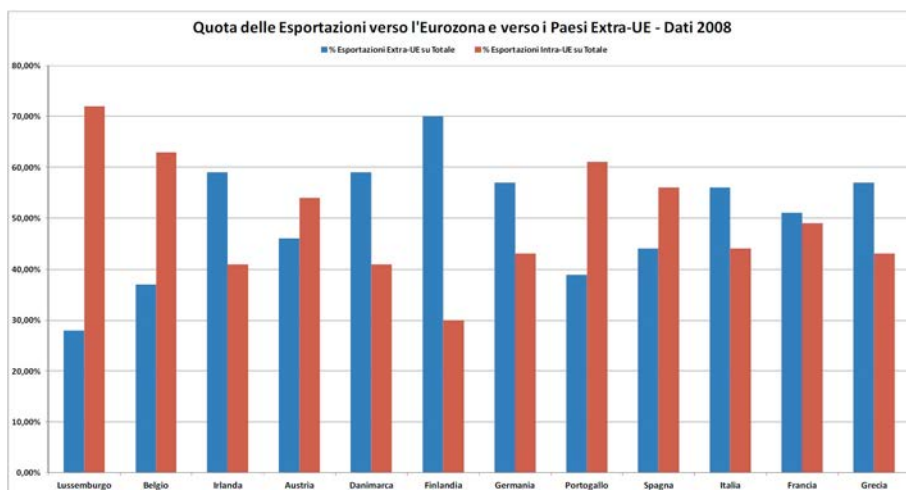
Per l'Italia la situazione è in parte diversa: storicamente l'industria manifatturiera italiana è molto sviluppata (seconda solo a quella tedesca), è stata sempre orientata all'esportazione e risponderrebbe molto bene ad una riduzione dei co-

sti dell'*export* così come ha risposto molto negativamente alla perdita di competitività del periodo post-Euro. D'altro canto, il nostro Paese rimane molto esposto allo *shock* dell'aumento del prezzo delle materie prime, in particolare il petrolio, visti gli alti costi dei carburanti che già ora colpiscono duramente il sistema di trasporto merci, basato su gomma. Una svalutazione non sarebbe per nulla indolore per il sistema industriale, anche se, considerando che il peso delle accise sui carburanti raggiunge il 60% del prezzo finale, una rimodulazione della pressione fiscale potrebbe in parte sterilizzare i maggiori effetti negativi sul sistema produttivo. In definitiva, a questo stadio dell'analisi, di nuovo sembra che l'Italia si trovi nella posizione più favorevole per massimizzare i benefici di un'uscita dall'Euro.

Ci sono altri aspetti da considerare. Infatti una fuoriuscita dall'Euro incide in particolar modo sui rapporti commerciali verso l'Eurozona, dove si passerebbe da un regime di cambi fissi a dei cambi completamente flessibili, mentre già adesso la quota di commercio extra-UE si muove in dipendenza dai movimenti dell'Euro rispetto alle altre principali valute internazionali. Intuitivamente, per un Paese molto orientato al commercio extra-UE un semplice indebolimento dell'Euro a seguito di una politica monetaria espansiva della Banca Centrale Europea potrebbe avere benefici maggiori di una fuoriuscita dall'Euro in termini di miglioramento della bilancia commerciale; al contrario un Paese che risulta più dipendente dal commercio intra-UE sarebbe molto influenzato dall'istituzione di una nuova valuta.

In questa prospettiva, studiamo i risultati di cui alla figura 171, che rappresentano in percentuale quanto del totale delle esportazioni di un determinato Paese è destinato al commercio extra-UE e quanto rimane all'interno dell'Eurozona.

**Figura 171 – Quota delle Esportazioni verso l'Eurozona e verso i Paesi extra-UE  
Dati 2008**



La prevalenza delle barre rosse sta ad indicare una predominanza del commercio intra-europeo, mentre barre blu più alte implicano una forte apertura verso le economie extra-UE. Irlanda ed Italia hanno un deciso orientamento verso l'esterno dell'Eurozona (USA, Giappone, Cina), dunque da questo punto di vista i benefici di una ridefinizione dei cambi con il resto d'Europa è meno decisiva. L'indebolimento dell'Euro è una misura adeguata a rilanciare le esportazioni di queste economie, come stanno a testimoniare i dati più recenti del 2012 che hanno visto una ripartenza, anche se modesta, dell'*export* italiano ed irlandese a seguito della caduta dell'Euro rispetto al Dollaro.

Spagna e Portogallo invece esportano maggiormente verso l'Eurozona e potrebbero beneficiare in misura rilevante da un cambio più debole. In maniera assai sorprendente, l'integrazione dell'*export* greco con l'economia dell'Eurozona è più bassa rispetto ai rapporti commerciali con l'esterno (risultato però coerente con la bassa correlazione del ciclo economico greco con quello dei Paesi *core*, cfr. figura 76, paragrafo 2.2.1); di conseguenza, i benefici per la Grecia sarebbero ancora più sfumati e si rafforza la sensazione che non sarebbe attraverso una svalutazione competitiva che la Grecia potrebbe cercare di risolvere i suoi problemi di stabilizzazione della produzione e dell'occupazione.

In questo paragrafo abbiamo analizzato approfonditamente i benefici ed i costi associati ad un'uscita, presumibilmente volontaria, dall'Euro. I risultati sono differenziati. L'Irlanda pare la nazione del blocco PIIGS che ha meno incentivi ad abbandonare l'unione monetaria: un debito pubblico limitato in valori assoluti, un debito privato in gran parte assoggettato a legge estera e non ridenominabile in una nuova valuta; una politica commerciale orientata ai mercati extra-UE e poco influenzata da una nuova moneta svalutata rispetto all'Euro. La Grecia è in una posizione intermedia poiché molto incentivata dalle dimensioni relative del suo debito pubblico e dalla possibilità di utilizzare con efficacia lo strumento della ridenominazione del debito in nuova valuta; d'altro canto l'economia ellenica sarebbe parecchio danneggiata dallo *shock* inflattivo sulle materie prime e non ha i requisiti strutturali per poter beneficiare appieno di una valuta debole. Spagna e Portogallo hanno invece parecchie spinte verso un'uscita volontaria dall'Euro: potrebbero ridenominare il debito pubblico e privato e ridurne così l'incidenza ed allo stesso tempo rilanciare le proprie esportazioni verso il resto d'Europa; tra i contro l'impatto dell'inflazione da materie prime sarebbe molto severo su economie già stremate da una perdurante recessione. L'Italia è in una posizione di sostanziale equilibrio; i livelli di debito pubblico e privato assoggettabili alla legge nazionale e il limitato *deficit* fiscale potrebbero rendere utile un'uscita volontaria, accompagnata da una svalutazione competitiva in grado di ridare uno slancio efficace alla produzione e all'occupazione; tuttavia una corretta gestione della politica monetaria da parte della BCE potrebbe essere sufficiente ad ottenere una riduzione tendenziale del debito pubblico ed una ripartenza dell'economia reale, pur rimanendo all'interno del paradigma dell'Euro. Peraltro gran parte dell'economia som-

## LE SOLUZIONI PER L'USCITA DALLA CRISI DELLA MONETA UNICA

mersa italiana, soprattutto quella legata a traffici illegali, regola in gran parte in dollari americani e non beneficerebbe di una svalutazione; in mancanza di stime si tratta comunque solo di speculazioni.

Nel prossimo paragrafo affronteremo l'analisi delle soluzioni di breve termine utilizzate dalle Istituzioni sovranazionali europee per cercare di tamponare i processi di divergenza dell'Eurozona e favorire il ripristino di un'unica curva dei tassi di interesse, prerogativa essenziale per la sopravvivenza dell'unione monetaria già dal medio termine. Guarderemo poi con occhio spassionato al funzionamento dei fondi di stabilità EFSF, ESM, alle recenti misure *anti-spread* e di sostegno ai sistemi bancari valutandone l'efficacia nella stabilizzazione finanziaria dell'Eurozona.