

## E' possibile la rottura dell'Euro?

*L'area Euro potrà assistere all'uscita di un Paese debole? E' attuabile l'espulsione di un Paese? Oppure un Paese forte può abbandonare l'Euro? Quali sono le possibili conseguenze e i costi? Quali scenari alternativi?*

### Premessa

L'area Euro è un'unione monetaria: i singoli Paesi hanno adottato un'unica politica monetaria. Un'unione di questo genere funziona se i Paesi membri formano un'area valutaria ottimale (oppure un'area economica omogenea). Ciò avviene in uno dei due casi: a) l'area è economicamente omogenea cioè le singole economie si muovono nella medesima direzione, pressappoco ad analoga velocità e tempistica; b) le singole economie sono sufficientemente flessibili (e pertanto riaggiustano eventuali disallineamenti).

La condizione di omogeneità è necessaria in quanto la politica monetaria è unica per tutti i paesi dell'unione. Se le singole economie si muovono in modo diverso, con tassi di crescita molto diversi allora la politica monetaria unica può non essere ottimale. Per alcuni paesi potrebbe essere troppo restrittiva (tassi troppo elevati), per altri troppo accomodante (tassi troppo bassi). Alla disomogeneità può supplire la flessibilità. Se la crescita economica in un Paese è disallineata rispetto alla politica monetaria, allora gli aggiustamenti dovranno avvenire attraverso movimenti di lavoratori, aggiustamenti dei salari nominali e/o dei prezzi. Se non esistono questi aggiustamenti in alcune aree la politica monetaria risulterà inadeguata e provocherà squilibri.

Tali criticità non sono emerse nel primo decennio poiché in tale periodo la politica monetaria è stata troppo espansiva per alcuni paesi membri nei quali si sono sviluppati dei fenomeni di "bolla" su alcune attività.

### 1. Lo scenario peggiore: l'area Euro si disgrega

Le discussioni recenti sulle possibilità di rottura dell'area Euro si basano su un'errata interpretazione. L'Euro non è un sistema di cambi integrati ma è una vera unione monetaria. La sua rottura porterebbe a conseguenze molto più aspre di quelle sperimentate nelle crisi ad esempio dello SME (che era un meccanismo di cambi).

La rottura comprende opzioni diverse: l'uscita di un paese (debole o forte) oppure l'espulsione.

#### 1.1. Aspetti legali

*I trattati costitutivi dell'UE e dell'EMU non prevedono né l'uscita volontaria di un paese né l'espulsione.*

C'è una terza possibilità, quella in cui una porzione di uno stato dichiara la sua indipendenza dall'UE in modo pacifico. Tuttavia l'operazione non sarebbe né breve né agile anche solo considerando gli aspetti legali.

Per completezza va detto che il trattato di Lisbona introduce l'opzione di uscita ma solamente dall'Unione Europea ma non dall'unione monetaria. Detto semplicemente, l'adozione della moneta unica è una scelta irrevocabile. L'unico modo per uscire dall'EMU è che il singolo paese negozi un emendamento al trattato costitutivo. Questo richiede tempi lunghi: occorre negoziare con l'intera UE, in molti casi sono necessari dei passaggi referendari. Mentre si svolge tale processo, il paese secessionista subirebbe comunque molte conseguenze economiche negative (v. oltre).

Anche l'espulsione di un paese richiede un emendamento dei trattati con un percorso comunque lungo: richiede l'unanimità dei 27 paesi ed inoltre deve esserci anche il preventivo consenso del Paese oggetto di espulsione. Quest'ultimo requisito rende l'espulsione una secessione. Inoltre secondo alcune interpretazioni l'espulsione sarebbe contraria ai principi costitutivi dei trattati. Lo Stato espulso potrebbe quindi anche far ricorso alla Corte di Giustizia. Fermiamoci qua, si desume che comunque il procedimento sarebbe tortuoso e difficile.

Un'ultima possibilità tecnica è che un paese ripudi i trattati sottoscritti e dichiari l'indipendenza da UE e EMU. In tal caso le conseguenze economiche potrebbero essere analoghe a quelle di una uscita negoziata.

## **1.2 Uscita unilaterale di un paese "debole": le conseguenze**

Poniamo il caso che tutte le difficoltà legali descritte sopra vengano superate. Individuiamo le possibili conseguenze economiche per un paese debole che esca dalla Unione Monetaria (EMU).

Un paese può essere spinto ad uscire se i costi di uscita sono inferiori ai benefici che otterrebbe rimanendo nell'unione. Quali sono i costi?

### **a. Default su debito domestico**

Sostituendo l'Euro con una nuova valuta, il paese ha le attività del proprio bilancio in nuova valuta. Cosa succede al passivo? Ha due possibilità:

- a) mantiene il debito pubblico in Euro che diventa pertanto tutto in valuta estera. Nel bilancio dello stato gli incassi netti in euro potranno giungere solo dal commercio estero (le imposte saranno riscosse in nuova valuta). Poiché l'uscita provocherà un crollo dell'interscambio commerciale, il debito diverrà insostenibile e vi sarà il default;
- b) converte il debito pubblico in nuova valuta. Questo equivale ad un default per gli investitori, poiché la nuova valuta sarà deprezzata rispetto all'Euro.

Il default sovrano comporterà per il paese un aumento dei costi e delle difficoltà di rifinanziamento sui mercati internazionali per lunghi periodi. Il default tuttavia può anche avvenire se il paese rimane nell'area Euro (default concordato). Quello che cambia in caso di uscita del paese è che al default sovrano seguiranno anche default societari. Infatti se il paese decide di convertire i debiti in nuova valuta, si presenta alle aziende la medesima criticità dello stato: i ricavi sono in nuova valuta (più debole) e i debiti in euro. Convertire il debito pre-esistente in nuova valuta espone comunque i creditori esteri ad un deprezzamento del loro credito. Le ipotesi di una svalutazione compresa fra 10% e 20% sono irrealistiche. Ipotesi più plausibili riportano svalutazioni della nuova valuta nell'ordine del 60%. Quanto all'aumento del costo di finanziamento, la stima prudente indica un aumento di almeno 7 punti percentuali. Tale costo sale ulteriormente in funzione delle difficoltà del sistema bancario: se questo si paralizza non vi è accesso ad alcuna fonte di finanziamento (indipendentemente dal prezzo).

Il default sovrano (e societari) avranno impatti negativi sui sistemi bancari di altri paesi creditori. Si potrebbero rendere necessari degli interventi pubblici sulle banche o altre forme di sostegno. Tali effetti non sono stimabili.

### **b. Crollo del sistema bancario**

I conti bancari domestici verranno ridenominati in nuova valuta. Ma saranno solo i conti denominati in euro (che a tal punto è per il paese una valuta estera) ad essere convertiti oppure anche quelli in altre valute estere (dollari, sterline...)? Si dovrà anche decidere come agire sui conti degli stranieri aperti presso banche domestiche (nel territorio del paese, oppure presso filiali in altri paesi).

Di fronte ad attese di svalutazione della nuova divisa, si avrà la corsa allo sportello per ritirare Euro (che è la valuta più forte). Per evitare che ciò accada, l'uscita e la conversione devono essere molto veloci, prevedendo anche delle limitazioni al ritiro di contante. La complessità e la tempistica di questi passaggi rendono difficile la buona riuscita. E' sufficiente che si crei un'aspettativa di secessione perché si avvii il ritiro dei depositi con conseguente rischio di crollo del sistema bancario. Ci sarebbe poi un effetto contagio: la corsa agli sportelli in un paese debole, si trasferirebbe anche in altri paesi dell'area. La crisi del sistema bancario di un paese si diffonderebbe presto ad altri.

Nell'ipotesi di una svalutazione del 60%, le necessità di ricapitalizzazione delle banche potrebbe essere circa il 60% dei depositi del sistema. La stima ipotizza che non vi sia stata la corsa agli sportelli.

#### **c. Uscita dall'Unione Europea**

L'uscita dall'EMU comporta anche l'uscita dall'EU in quanto vi sarebbe la rottura bilaterale dei trattati costitutivi.

#### **d. Crollo del commercio estero**

La svalutazione non porterebbe alcun vantaggio in termini di commercio estero. Gli altri paesi dell'UE non rimarrebbero inattivi: di fronte ad una svalutazione di X% della nuova valuta è molto probabile che l'area UE imponga delle tariffe di almeno X% sull'export di quel paese. Tale aspetto è stato esplicitamente espresso dalla Commissione Europea. Dato che il paese lascia anche la UE (v. sopra) lo fa senza alcun accordo commerciale con tali paesi. Un calo del 50% del commercio con la UE è una possibile stima.

#### **e. Altre variabili economiche**

La svalutazione porterebbe ad un sensibile aumento dell'inflazione. La crescita economica subirebbe un calo molto pronunciato (crisi del sistema bancario, crollo dell'interscambio, dissesti finanziari per le imprese) con inevitabile aumento della disoccupazione.

#### **f. Disordini civili**

Le difficoltà economiche porterebbero a tensioni e disordini sociali che possono essere più acuti se il paese che vuole uscire dall'Euro presenta già delle spaccature interne. Nella storia, le rotture di unioni monetarie hanno sempre scatenato tensioni sociali anche molto gravi.

#### **Stime dei costi**

Secondo le stime di UBS<sup>1</sup> il costo medio annuo per il paese uscente sarebbe di €10.000 a persona per la fase iniziale, e successivamente €3.500 (medi) a persona per anno. Si tratta di stime conservative che considerano le sole variabili economiche (esclusi i costi delle tensioni civili). Il costo stimato è pari a circa il 40-50% del Pil per il primo anno.

Effetto contagio: se un paese valuta questa opzione si scatena l'aspettativa di altre uscite (con gli stessi costi) con inevitabili effetti destabilizzanti per l'intera area Euro.

---

<sup>1</sup> S. Deo, P. Donovan, L. Hatheway, "Euro-break up – the consequences", UBS, Sept. 2011

### 1.3 Uscita unilaterale di un paese “forte”: le conseguenze

Un paese forte in uscita subirebbe un sensibile apprezzamento della sua nuova valuta rispetto all’Euro. Se possa apprezzarsi anche rispetto ad altre valute dipende da come si sviluppa il flusso di capitali da Euro alla nuova valuta ma anche dai controlli che su tali flussi possono essere imposti.

Conseguenze:

#### a. Bilancio pubblico

La posizione fiscale del paese forte migliora nettamente, poiché il valore del suo debito pubblico denominato in Euro diminuisce rispetto alle entrate in nuova valuta forte. La conversione del debito da Euro alla nuova valuta oppure il rimborso in Euro (più debole) non peggiorano la situazione fiscale del paese.

Vediamo cosa succede alle aziende domestiche. Il debito estero in Euro non crea disagi, rimarrebbe sempre denominato in Euro (che si deprezza rispetto alla nuova valuta). Il debito verso banche (o altri creditori) domestici verrebbe denominato nella nuova valuta (più forte). Gli equilibri di bilancio cambieranno a seconda della composizione dell’attivo e dei fatturati delle aziende. Le società più vulnerabili ed esposte al rischio di default sono quelle con maggior export intra-UE (incassi in euro più debole) e debito domestico (in nuova valuta più forte). Inoltre le aziende con attivi denominati in Euro subirebbero un deprezzamento.

#### b. Sistema bancario

Non si avrebbero corse agli sportelli. Tuttavia se non vi sono adeguati controlli, vi saranno afflussi di capitale estero sulle banche domestiche.

Impatto sui bilanci bancari. Le passività sarebbero nella nuova valuta. Gli attivi invece sarebbero in parte in Euro e in parte in nuova valuta. Se quest’ultima si apprezza del 40%-50% il sistema bancario si trova nella necessità di ricapitalizzarsi. Aumenterebbe il premio al rischio sul settore nell’ordine di 2 punti percentuali.

#### c. Uscita dall’Unione Europea

Il paese forte che lascia l’unione monetaria deve lasciare anche l’UE.

#### d. Impatto sul commercio estero

L’export del paese forte che lascia l’Euro perde competitività (sia verso UE sia verso paesi terzi). Questo shock è tanto più accentuato quanto maggiore è l’apprezzamento della sua nuova valuta. Un altro aspetto da considerare sono i flussi di capitale verso questo paese. Due conseguenze: a) i flussi accelerano l’apprezzamento valutario; b) c’è il rischio che la banca centrale perda il controllo sulla base monetaria (troppi capitali in ingresso).

#### e. Situazione interna

Gli impatti sul tessuto sociale non sarebbero drammatici come visto nel caso del paese debole. La crisi dei settori dediti all’export farebbero aumentare la disoccupazione in modo strutturale con conseguenti tensioni.

Per i rimanenti paesi dell’Euro vi sarebbero dei cambiamenti economici (si pensi anche solo agli scambi commerciali con il paese uscente). Il rischio di altre uscita dall’area Euro aumenterebbero.

#### Stima dei costi

Se si ipotizza l’uscita della Germania, i costi medi stimati sono di circa €7.000 per persona per la fase iniziale. Considerando le necessità di ricapitalizzazione delle banche e il crollo dell’export si aggiungono

ulteriori €4.000 medi per persona all'anno nei periodi successivi. Il costo per il primo anno è compreso fra il 20% e il 25% del Pil.

#### **1.4 Le conseguenze sociali e internazionali della rottura dell'Unione monetaria**

Le tensioni sociali sarebbero molto costose. Gli esempi storici hanno mostrato due esiti: a) la nascita di governi politici autoritari per contenere le pressioni; b) disordini sociali fanno leva su altri fattori di divisione interna e sfociano in guerre civili. Non è detto che queste possano presentarsi nel caso europeo ma segnalano che la rottura dell'Euro ha conseguenze ben più profonde di una crisi valutaria. Il nodo è capire se un paese democratico può fronteggiare le tensioni derivanti da una frammentazione dell'unione monetaria.

La rottura dell'EMU (e dell'EU) sarebbe negativa per la posizione internazionale dell'Europa intera. La suddivisione in aree (o paesi) farebbe perdere all'intera area geografica qualsiasi potere di influenza internazionale.

***! costi economici della rottura dell'euro sarebbero molto elevati e dannosi. Ma a questi si sommano altri costi politici difficilmente stimabili.***

#### **2. Passaggio intermedio: austerità; ristrutturazioni dei debiti pubblici**

I programmi di sostegno che sono stati predisposti per Grecia Portogallo e Irlanda comporteranno diversi anni di austerità per tali paesi. Le prospettive di crescita saranno molto scarse: la disoccupazione salirà e si assisterà ad un calo generalizzato di prezzi (deflazione). Per la Grecia, la crescita potrebbe riprendersi quando i prezzi e il costo del lavoro scenderanno ai livelli pre-Euro (secondo alcune stime il calo deve essere di circa il 30%). L'aggiustamento dell'economia reale su nuovi equilibri di competitività richiederà tempi molto lunghi.

La soluzione meno costosa e dolorosa potrebbe essere una ristrutturazione ordinata del debito pubblico. La riduzione del debito pubblico, consentirebbe di ridare ossigeno all'economia. Le perdite verrebbero sofferte soprattutto dalle banche (nazionali e dell'area Euro). Si rendono pertanto necessarie importanti misure di rafforzamento patrimoniale delle banche.

#### **3. Lo scenario di lungo termine: l'unione fiscale**

La sopravvivenza dell'Euro dipende dalla capacità dei paesi membri di realizzare un'unione fiscale. Il percorso richiede sicuramente dei tempi piuttosto lunghi e notevoli cambiamenti. Tuttavia allo stato attuale è l'unica strada percorribile dall'EMU.

L'unione fiscale comporta la creazione di un Tesoro centrale, una gestione accentrata delle entrate e delle spese pubbliche. Questo permetterebbe maggiore rigore e efficacia sui controlli di spesa pubblica dei singoli paesi, in particolare quelli finora più lassisti. Anche le emissioni dei titoli di debito pubblico sarebbero accentrate. La questione non è così lineare come può sembrare. Il nodo centrale è la gestione del debito già esistente, ed evitare nuovamente squilibri fra i tassi di indebitamento e fondamentali economici dei singoli paesi.

Secondo alcune analisi questo percorso potrà richiedere anche un decennio: ciascun paese perderà la sovranità fiscale e tale scelta dovrà essere approvata da ciascuna legislazione nazionale (anche con referendum). Tali tempi non si conciliano con i tempi della crisi che richiede invece un'azione rapida e tempestiva.

### **Riferimenti bibliografici**

S. Deo, P. Donovan, L. Hatheway, "Euro break-up: the consequences", UBS Investment Research, Sept. 2011

J. Greenwood, "Euro area scenarios", Invesco, Sept. 2011

C. Wyplosz, "A failsafe way to end the Eurozone crisis", Sept. 2011

M. Bordo, L. Janung, A. Markiewicz, "A fiscal union for the euro: some lessons from history", Sept. 2011

### **RACCOMANDAZIONI GENERALI**

*Le notizie e i dati utilizzati nel presente documento provengono da informazioni e da documentazioni di dominio pubblico. L'Autore non risponde dell'accuratezza, completezza, precisione e imparzialità di tali dati e notizie. Il presente documento è stato redatto in via autonoma e indipendente e senza la collaborazione della società oggetto di analisi o di società ad essa collegate. Le opinioni espresse nel presente documento rispecchiano le personali opinioni dell'Autore e nessuna ricompensa, né diretta, né indiretta è stata, né verrà ricevuta a seguito delle suddette opinioni. In nessun caso l'Autore del presente documento potrà essere ritenuto responsabile (per colpa o altrimenti) per danni derivanti dall'utilizzo delle informazioni e delle opinioni in esso riportate. Il presente documento ha esclusivamente finalità informative e non può essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi, né pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi finalità. Questo documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio, né intende sollecitare l'acquisto o la vendita dei titoli in oggetto. I destinatari del presente documento sono vincolati ad osservare le limitazioni sopra riportate.*



**Maila Bozzetto**  
**Davide Vivian**  
Consulenza Finanziaria Indipendente

Via Rialto, 5 – Marostica (VI)  
Tel. 0424 72830  
[www.imad2.it](http://www.imad2.it)