

LUISS



Dipartimento di Scienze Politiche

Cattedra di Macroeconomia

Il rischio di ridenominazione

Prof. Paolo Canofari

RELATORE

Federico Griffo

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

INDICE

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO I	4
1.1 LA GLOBALIZZAZIONE E L'EURO ZONA	4
1.2 I MERCATI FINANZIARI E GLI INVESTITORI	4
1.3 GLI SPREAD DEI TITOLI E IL DEBITO SOVRANO	5
1.4 LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO.....	6
CAPITOLO II	12
2.1 IL RISCHIO DI RIDENOMINAZIONE E I CREDIT DEFAULT SWAP	12
2.2 MISURARE IL RISCHIO DI RIDENOMINAZIONE	15
2.3 MISURA OSSERVABILE PER IL PREMIO DI RIDENOMINAZIONE.....	18
2.4 EUROPA: DEBITO E REDDITI.....	20
CAPITOLO III.....	25
3.1 RIDENOMINAZIONI DEL DEBITO: UNA MISURA DEL RISCHIO ATTRAVERSO LE VALUTE	25
3.2 IL RISCHIO FISCALE	26
3.3 L'IMPORTANZA DELLE PAROLE E DEI FATTI.....	30
CAPITOLO IV.....	33
4.1 I CASI CONCRETI DEL RISCHIO	33
4.2 "ITALEXIT"	33
4.3 LE CONSEGUENZE FINANZIARIE DELL'USCITA DALL'EURO: IL CASO FRANCESE	44
CONCLUSIONI	50
BIBLIOGRAFIA	52
ABSTRACT.....	54

INTRODUZIONE

L'Italia, uno dei paesi cardine dell'unione europea, attraversa da diversi anni turbolenze politiche ed economiche che gravano sui conti pubblici. Con l'ascesa dei movimenti populistici e sovranisti anti-euro, il fantasma dell'*Italexit* è presente oggi più che mai nell'immaginario collettivo e dei mercati. Il peso del debito pubblico italiano, uno dei più alti al mondo, grava sull'economia del nostro paese, inducendo all'ipotesi del rischio di ridenominazione dell'euro in una nuova "Lira". Lo scenario descritto in questo elaborato vede come protagonista il comportamento dei mercati nei confronti di questo rischio e le possibili conseguenze macroeconomiche e finanziarie, qualora dovesse realmente verificarsi. Il tema affrontato risulta estremamente importante e attuale, in quanto la solidità dei conti pubblici italiani e la fiducia degli investitori vacilla nei confronti dell'Italia, che lentamente sta perdendo il suo importante ruolo di economia trainante dell'Unione Europea.

Dalla crisi dei mutui *Subprime* alla crisi dei debiti sovrani, attraverso excursus storici, dati scientifici e casi concreti europei, analizzeremo il rischio di ridenominazione e i suoi possibili effetti sull'economia italiana.

Nel primo capitolo lo sguardo sarà rivolto verso l'attuale situazione economica europea, i fattori principali che ruotano attorno al debito pubblico e al rischio di ridenominazione, concludendo con una narrativa dei fatti antecedenti, scatenanti e posteriori alla crisi dei debiti sovrani avvenuta tra il 2011 e il 2012.

Il secondo capitolo, sulla scia del primo, tratterà da un punto di vista più tecnico il rischio di ridenominazione, il comportamento degli investitori verso il rischio, i metodi scientifici per la sua misurazione e in conclusione, le esternalità che il debito pubblico ha portato nella società odierna, amplificandone le divisione ed erodendo i patrimoni complessivi della classe borghese.

Il terzo capitolo si concentrerà ancora su ulteriori aspetti tecnici per misurare il rischio di ridenominazione, in particolare attraverso il sistema di valute estere e l'impatto dal punto di vista fiscale, analizzando infine anche le turbolenze dei mercati e l'andamento altalenante del debito pubblico e dello *Spread* legato agli avvenimenti politici ed economici intercorsi tra il 2011 e il 2018.

Il quarto ed ultimo capitolo vedrà invece delle analisi concrete su un'ipotetica uscita dalla comunità europea da parte di Italia e Francia, descrivendo l'impatto sui conti pubblici, sull'occupazione, sul sistema bancario, sul welfare e nelle aziende private.

CAPITOLO I

1.1 La globalizzazione e l'euro zona

In un mondo globalizzato, tutto è connesso. Ciò che accade oltre oceano può ripercuotersi in altri continenti e viceversa, proprio per il legame globale che rende integrate le economie di tutti i paesi del mondo. Se l'economia di un paese rallenta negli Stati Uniti, ciò si ripercuoterà in un determinato settore europeo, cinese o russo. È chiaro dunque, che se vengono attuate, ad esempio, politiche di isolazionismo, con una diminuzione delle importazioni di un paese, un altro paese risentirà di tutto ciò, diminuendo così l'esportazione di prodotti nazionali, a causa di una diminuzione della domanda estera. L'economia globalizzata dunque, possiede queste fragilità intrinseche, proprio a causa del legame commerciale che lega i paesi di tutto il mondo, tale per cui, al rallentamento economico di uno, seguirà un rallentamento economico di un altro.

È bene sottolineare questi aspetti generali, in quanto ciò accade soprattutto oggi, nei paesi Europei. “La crescita dell'economia dell'Eurozona, rallenta in modo significativo in scia del peggioramento delle condizioni economiche globali e per effetto delle incertezze di natura politica” [Teleborsa, 2019]. Proprio nei riguardi dell'Europa, la crescita ad esempio della Germania, è stata confermata più lenta rispetto al passato e ciò inevitabilmente, ha delle ricadute anche sull'Italia. Se l'industria automobilistica tedesca rallenta, anche quella italiana vedrà una diminuzione della produzione di materiali specifici come ad esempio, la fornitura di freni, che fanno parte delle risorse di esportazione del nostro paese verso la Germania.

Tutto dunque è collegato, tutto è connesso, sia nell'economia che nella politica.

1.2 I mercati finanziari e gli investitori

I mercati finanziari rappresentano l'insieme degli strumenti finanziari d'investimento e dei soggetti, che consentono al risparmiatore di essere investito. In particolare, il mercato finanziario è il luogo ideale dove gli strumenti finanziari come azioni o obbligazioni vengono scambiati. All'interno del mercato vi sono diversi soggetti come gli intermediari finanziari, ad esempio le banche, i fondi comuni d'investimento o le compagnie d'assicurazione. Insieme ai principali indicatori economici come il PIL, osservando l'andamento dei mercati finanziari e degli investimenti esteri, è possibile inquadrare l'andamento economico di un paese. Principalmente, gli indici economici di un paese influenzano i mercati finanziari ma, in particolar modo, ciò che finora ha condizionato i mercati sono state le previsioni su un determinato dato. Le aspettative Europee infatti, sulla scia delle politiche di annuncio sempre più sovraniste ed anti-europeiste, fanno sì che gli investitori cerchino altre vie per capitalizzare le proprie risorse economiche, specie non in Europa, dove di

fatto, la situazione di turbolenza economica innesca principalmente due tipi di comportamenti degli investitori:

- Investire i capitali altrove
- Scommettere sul fallimento di un mercato o di un paese

In particolare quest'ultima, è chiamata vendita allo scoperto, ovvero una scommessa contro l'andamento di un titolo, un settore, una valuta, o un prodotto finanziario.

Gli investitori sono molto suscettibili verso tutto ciò che comporta dei cambiamenti e soprattutto, decidono il loro investimento anche in base alle politiche di annuncio dei politici.

Da ciò è abbastanza chiaro che, in un'Europa confusa sul piano politico e diversi paesi all'interno dei quali vi sono dei movimenti anti-europeisti, un investitore potrebbe valutare la possibilità che possa verificarsi un'uscita di questi paesi dalla zona euro, con la conseguenza di un cambio di valuta interna (o un ritorno alla valuta precedente) e dunque un indebolimento generico dell'Euro. Al momento vi sono tutte le carte in tavola per un pensiero simile dato l'avanzare di consensi popolari verso tali movimenti e di governi tendenti alla rinegoziazione della moneta unica.

I mercati finanziari risultano nervosi verso l'Europa e gli investitori, data la situazione attuale, cominciano ad intravedere nell'Europa e in particolare nell'Italia, lo scoppio della prossima crisi finanziaria; il tutto è riconducibile ad una serie di operazioni eseguite dagli investitori, improntate sull'ipotetico avvenimento dei fatti appena esposti e che analizzerò in seguito più nello specifico.

1.3 Gli spread dei titoli e il debito sovrano

Titoli di stato, spread e debito sovrano, sono alcuni dei nodi cruciali legati attorno alla crisi Europea. Lo spread, ovvero il differenziale di rendimento calcolato tra un'obbligazione e un'altra, definito come *benchmark*, viene calcolato in punti base rispetto ai rendimenti dei titoli. Per l'Italia e per l'Europa, viene calcolato il differenziale tra i titoli decennali di uno stato e quelli tedeschi, meglio noti come *Bundesanleihen* o *bond*, perché la Germania è considerata l'economia più dirimpente e forte dell'Eurozona. Lo spread è un importante indicatore dello stato di salute finanziario di un paese e della fiducia degli investitori sull'acquisto delle obbligazioni. Venendo ora ai titoli, essi sono delle obbligazioni di uno stato emesse per conto del ministero dell'economia e delle finanze di un paese, e hanno lo scopo di finanziare il proprio debito pubblico vendendoli agli investitori. Il tutto è ufficializzato attraverso dei certificati che garantiscono l'ammontare dell'investitore, la data di maturazione e il tasso d'interesse. Il problema abbastanza chiaro e deducibile è proprio una crescente mancanza di fiducia degli investitori verso l'acquisto dei titoli italiani, a causa della instabilità politica ed economica, di cui ho accennato poc'anzi le dinamiche. Addentrandoci meglio nel meccanismo, l'unico modo per vendere i titoli, dunque, è quello di incoraggiare gli investitori

titubanti per il futuro incerto di un paese, attraverso l'aumento dei tassi di rendimento del titolo. Questi ultimi però, hanno una soglia fissata al 7% dall'Unione Europea, oltre la quale diventano insostenibili per i paesi debitori che dovranno, allo scadere dei titoli, rimborsare gli investitori. Ci si addentra dunque in un meccanismo di difficile uscita, in cui il debito pubblico non riesce a rientrare nei parametri prefissati perché lo stato di un paese, anche alla luce di quanto detto, spende più di quanto incassa o, per lo più, si arriva in una situazione in cui tutte entrate finiscono per essere spese per evitare problemi di solvibilità con gli investitori. Ultimo ma non per importanza vediamo maggiormente nel dettaglio il debito pubblico: esso è legato alle obbligazioni vendute dallo stato verso altri paesi o comunque, dalla liquidità presa in prestito per adempiere e soddisfare la spesa pubblica. In base ai seguenti dati e avendo meglio inquadrato la situazione italiana in Europa, si comincia a parlare dell'ipotesi del rischio di ridenominazione del debito sovrano che mira proprio a rompere questo meccanismo, sostituendo la valuta interna e rivalutando appunto, il vecchio debito. È opportuno, senza alcuna pretesa, formulare una esauriente rassegna che segua l'ordine cronologico degli avvenimenti e approfondire le dinamiche che hanno portato alle ipotesi di ridenominazione del debito, ovvero dove tutto è cominciato.

La crisi dei debiti sovrani, scoppiata verso il 2010, successiva alla crisi finanziaria del 2008, ha rimodellato sia il pensiero economico sia quello politico, portando anche ad un'accentuazione verso l'isolazionismo e l'antieuropeismo (in particolare economico) proprio come conseguenza dei fatti avvenuti a seguito di questi eventi. Il pensiero politico, oggi più che mai, punta il dito contro le vecchie politiche economiche e volge lo sguardo verso nuove manovre finanziarie anti euro, rivolte al superamento di questa condizione su cui versa l'Italia e altri paesi europei. La crisi del debito sovrano è dunque una delle principali condizioni scatenanti il tumulto politico ed economico fronteggiato dall'Europa di cui ancora non si riesce ad intravedere una luce di coesione e intesa data dalla diversità culturale intrinseca, ma soprattutto economica, che vede due Europe ben distinte l'una dall'altra.

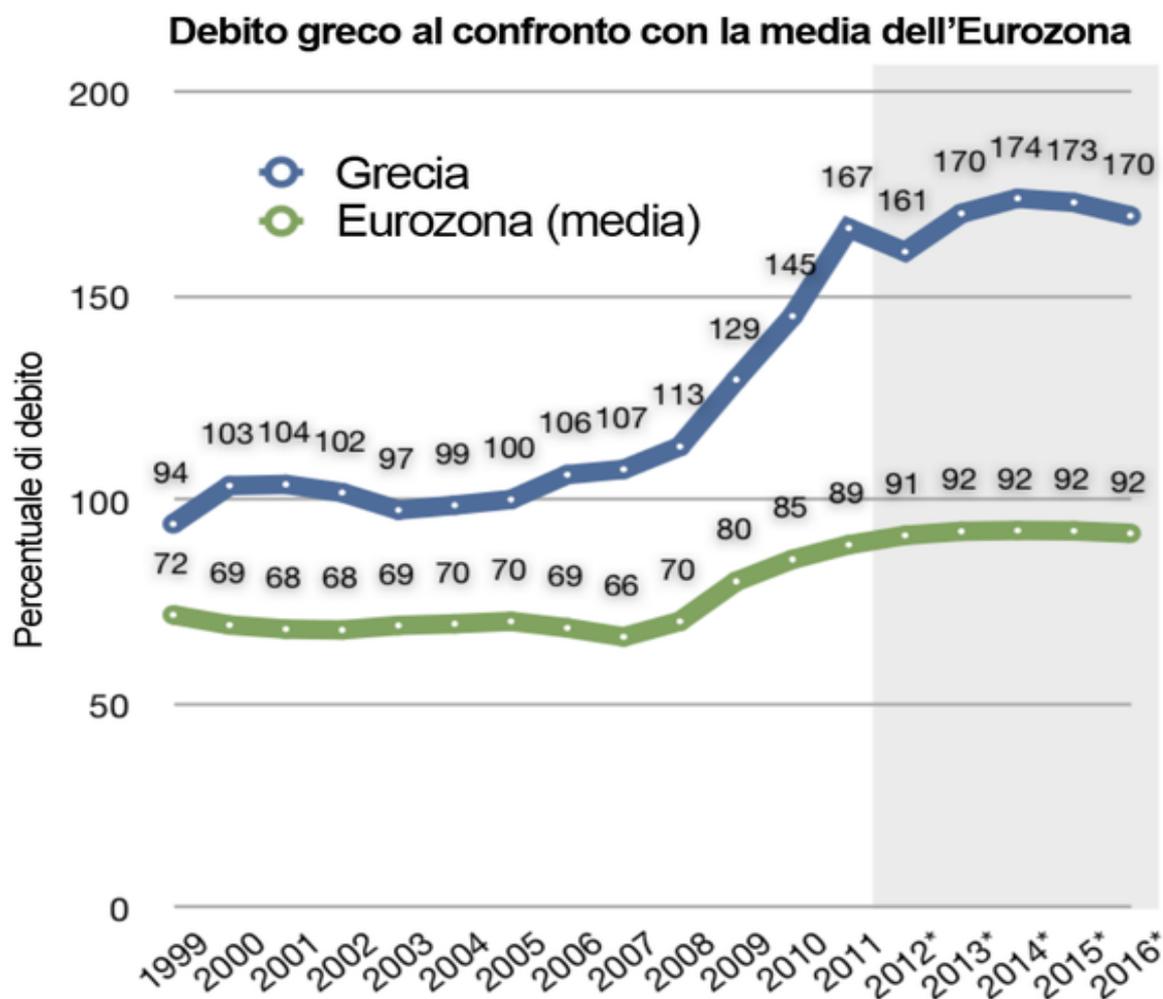
1.4 La crisi del debito sovrano

“Dire che la dirompente crisi con la quale ormai conviviamo, seppur amaramente, sia semplicemente derivante dall'estensione, a motivo dell'interconnessione delle economie a livello mondiale, della crisi da *subprime* statunitense scoppiata nel 2007, sarebbe poco esauritivo se non riduttivo. Senza con questo negare la realtà; va pur sempre ricordato che la prima pedina del domino è venuta giù proprio negli USA con il fallimento della Lehman Brothers a causa di un sistema bancario fragile. È vero, si può parlare di effetto domino in quanto tutte le economie moderne vivono a stretto contatto tra loro, e se una di queste vacilla, nelle altre, anche in quelle più forti, una seppur minima reazione ci sarà; è il tipico effetto di un mondo globalizzato. Tralasciando critiche e opinioni riguardo a quest'ultimo, interessante è porre l'attenzione alla situazione europea nel momento in cui gli echi di una crisi, inizialmente soltanto, finanziaria hanno fatto capolino nel Vecchio Continente” [Di Gaspare, 2012].

La premessa corretta da seguire quando si parla di crisi europea del debito sovrano è quella indissolubilmente legata alla crisi dei mutui *subprime* avvenuta nel 2008: quest'ultima però non è da considerarsi come unico e principale motivo di tale crisi ma come motore propulsore e scatenante il peggioramento delle condizioni del debito europeo. Da essa infatti, l'intero sistema finanziario mondiale ha subito un pesante tracollo e le economie meno solide, soprattutto dal punto di vista di deficit e debito, sono state le prime a risentire dei suoi effetti negativi, specie per alcuni paesi europei. "Numerosi istituti di credito europei hanno sperimentato gravi difficoltà e sono stati salvati da interventi pubblici. Questi ultimi hanno esacerbato gli squilibri di finanza pubblica dei Paesi più vulnerabili, concorrendo a provocare una contrazione del Pil a livello globale dell'uno per cento circa nel 2009. In particolare, mentre i principali paesi in via di sviluppo hanno sperimentato una significativa riduzione dei propri tassi di crescita, i paesi industrializzati hanno registrato una variazione del prodotto interno lordo negativa. Per l'Italia la contrazione del prodotto nel 2009 è risultata prossima al 5 per cento, configurando una delle più gravi recessioni dal dopoguerra del deficit e a bassi tassi di crescita del PIL e, non ultimo, agli oneri delle operazioni di salvataggio degli istituti bancari. Nell'imminenza dello scoppio della crisi del debito sovrano, i paesi dell'eurozona presentavano differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. I cosiddetti Paesi core (come la Germania) si connotavano per livelli contenuti del debito pubblico e per un'attività economica più solida, mentre i cosiddetti Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), o "periferici", si caratterizzavano per una maggiore vulnerabilità legata a dinamiche non sostenibili del debito pubblico, dovuta all'indebitamento accumulato negli anni, all'incremento incontrollato in crisi" [CONSOB].

La crisi del debito sovrano inizia realmente quando si presentano sul tavolo europeo i dissesti dei conti pubblici greci, perpetrando la paura negli investitori e negli altri paesi europei di un possibile problema di rispetto degli obblighi di debito, portando con sé tutti quei fattori precedentemente analizzati, come ad esempio un allargamento dello spread e un forte aumento del debito pubblico, conclusosi poi col declassamento del debito pubblico greco a *junk bond* nel 2010 da parte dell'agenzia di *rating Standard & Poor's*^a. Tale definizione infatti considera un debito pubblico come "Debito spazzatura" ovvero ad alto rendimento obbligazionario ma con un elevato rischio da parte dell'investitore e un *rating* inferiore alla tripla b, che ne attesta così un livello speculativo.

^a*Standard & Poor's* è una delle più importanti agenzie di *rating* esistenti; in particolare ad essa si attribuisce la creazione del concetto di *rating* stesso. Queste società di analisi si pongono come intermediari imparziali tra società, stati e aziende, valutando l'affidabilità degli enti che emettono titoli azionari e valutando il rischio di investimento. Altre importanti agenzie di *rating* sono *Moody's* e *Fitch*. Le società di *rating* valutano in maniera differente il profilo di rischio di un determinato settore o paese e possono influenzare notevolmente l'andamento di un paese incidendo sui titoli di stato. Nonostante ancora oggi siano molto influenti, sono state oggetto di critica in quanto società private che possono avere dei conflitti di interesse sul mercato; Inoltre, le agenzie di *rating* hanno avuto diversi clamorosi abbagli sulle valutazioni non riuscendo a prevedere la crisi finanziaria dei mutui *subprime*, la crisi di *Lehman Brothers* e nel caso dell'Italia, il crac finanziario di Parmalat.



Fonte: Eurostat

*stime

Figura 1. Debito greco al confronto con la media dell'Eurozona (Eurostat 2011).

Il confronto tra il debito pubblico medio europeo e quello greco nel 2011 non lascia dubbi ma anzi chiarisce l'enorme divario e sottolinea la condizione del dissesto finanziario greco, troppo a lungo tenuto allo scuro dai tavoli europei e che si trova ormai, in una condizione di non ritorno.

La crisi del debito sovrano europeo comincia a ingrandirsi e la mancanza di fiducia verso i paesi PIIGS^b europei, stimati come successivi paesi destinati ad un dissesto dei conti e dunque ad eventuali problemi di solvibilità e di rispetto degli obblighi di debito, inizia a crescere. I timori ormai noti verso il dilagarsi della crisi greca trovarono conferma quando altri paesi come Portogallo e Irlanda furono l'epicentro della crisi del

^b L'acronimo PIIGS sta ad indicare quei paesi della zona euro accumulati da alto debito pubblico e situazioni finanziarie problematiche. In particolare ci si riferisce a Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna. Inizialmente, l'acronimo era PIGS in quanto, l'Irlanda, è stata inserita nel 2010, ma in generale l'acronimo ha subito diverse variazioni includendo ulteriori paesi o sostituendoli. Ad esempio sempre nel 2010, il termine divenne PIIGGS, in riferimento all'iniziale dalla Gran Bretagna. L'acronimo infine, è stato cambiato in GIPSI data l'accezione eccessivamente dispregiativa che il termine PIGS (ovvero in inglese maiali) portava con sé. L'Acronimo GIPSI fa riferimento al termine inglese gipsy, ovvero zingaro.

debito sovrano. Per l'Irlanda in particolare, emerse la crisi del sistema bancario che colpì ancora più duramente la fiducia degli investitori e danneggiò così successivamente economie più solide come Italia e Spagna.

“Il comparto dei titoli bancari, in ragione dei profondi legami con il settore pubblico, è risultato quello maggiormente esposto al contagio, tanto da far registrare, nel 2011, un ribasso superiore a quello degli altri comparti in tutte le economie avanzate.

Gli effetti della crisi hanno poi trovato nelle dinamiche connesse alle concessioni di credito bancario un veloce canale di trasmissione verso l'economia reale: a partire dall'inizio del 2009 si sono registrati, infatti, forti segnali di irrigidimento degli standard di concessione del credito da parte del sistema bancario sia in Europa sia negli Usa. I dati segnalavano evidenze sia del cosiddetto razionamento in senso forte, consistente in un vero e proprio rifiuto di accordare nuovi finanziamenti, sia del cosiddetto razionamento in senso debole, consistente nella concessione di finanziamenti a condizioni tanto onerose da indurre il debitore a rifiutare l'offerta di credito...

I canali di trasmissione della crisi del debito sovrano alle banche domestiche sono molteplici. Le banche detengono tipicamente quote consistenti di titoli pubblici in portafoglio sia per motivi di investimento e come fonte primaria di garanzia nei mercati pronti contro termine. Tensioni sul mercato secondario dei titoli di Stato comportano, quindi, da un lato un deterioramento della qualità degli attivi bancari e, dall'altro, un aumento del costo della raccolta attraverso l'incremento dei margini sulle garanzie nelle operazioni di repo. Il merito di credito delle banche, inoltre, viene determinato anche dalla garanzia pubblica implicita che risente dello standing creditizio dello Stato di appartenenza.” [3]

La sintesi dunque è quella di un forte irrigidimento dell'offerta di credito e il rifiuto nell'accordare nuovi finanziamenti.

Il picco della crisi avvenne quando, nel 2011 l'Italia, terza economia dell'Europa e seconda solo alla Germania in termini di manifattura, venne intaccata dalla scia della crisi. Precedentemente si era già visto come il rendimento dei Btp decennali italiani avesse toccato la soglia del 7% portando ad un costoso innalzamento del finanziamento del debito pubblico e ad un notevole allargamento dello spread che toccò fino a 500 punti base, scaturito da un lato dalla preferenza di investimento verso titoli tedeschi ritenuti più sicuri, dall'altro da un aumento della percezione del rischio sovrano italiano.

Si è dunque verificato nel corso del 2011 il così detto *flight to quality o flight to safety*, ovvero l'aumento dell'avversione al rischio da parte degli investitori in cambio di profitti. Ciò si verifica per l'appunto quando un investitore decide di vendere titoli ritenuti rischiosi, preferendo l'acquisto di titoli più sicuri (come oro o titoli tedeschi).

Il quadro generale portò al timore di un ulteriore peggioramento e la Banca Centrale Europea, proprio come fece la FED durante la crisi dei mutui *subprime* in America, intervenne con un piano finanziario per salvare l'economia europea, immettendo liquidità nel sistema e comprando titoli.

“Le forti pressioni sui titoli bancari europei e le condizioni di crescente stress sul mercato interbancario hanno poi spinto la BCE ad adottare una serie di misure volte a sostenere la liquidità degli intermediari e a evitare che le turbolenze dei mercati compromettessero il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Agli strumenti di rifinanziamento esistenti si sono affiancati le aste a scadenza annuale con soddisfacimento illimitato e l'acquisto di titoli di Stato della area euro sul mercato secondario.” [CONSOB]

Già dal 2009 in Italia, quando la crisi americana stava dirompendo nel vecchio continente, si assisteva a delle contrazioni negative del prodotto interno lordo vicine al 5% e la situazione delle gravi difficoltà economiche della Grecia portarono i maggiori titoli bancari europei a ingenti perdite, precisamente intorno al 9%.

In quegli anni aumentava sempre più il timore degli investitori e della BCE, costretta come già visto a intervenire, di un'anticipata uscita di uno dei paesi dell'unione europea e ad un collasso della moneta unica del vecchio continente. La situazione di allora portò ad una crescente speculazione che, durante la crisi finanziaria dei mutui *subprime*, si era rivelata una delle principali cause del collasso economico americano e dello scoppio della bolla finanziaria. La speculazione finanziaria ha di fatto portato ad una esplosione del debito: a tal proposito si ricorda quella che prese di mira l'Italia già negli anni 90 nei confronti della lira. Non è tutto, infatti la speculazione si combinò con la crescente pressione internazionale al fine di rendere privatizzate le imprese a partecipazione statale. Fu chiamato lo “Scandalo della Britannia” in cui si discusse della privatizzazione italiana tra manager economisti e banchieri italo-inglesi. La combinazione dunque tra speculazione e privatizzazione portò ad una svalutazione della lira del 30% e le privatizzazioni divennero delle svendite a tutti gli effetti, portando con sé delle pesanti conseguenze sul debito pubblico che iniziò da lì in poi, una costante impennata. Il rapporto debito-Pil nel 1992 salì da 105,4% al 115,6% fino a raggiungere nel 1994 il 121,8%.

L'entrata dell'Italia nell'area euro incise positivamente sul rapporto del debito, ricalibrandolo al 103% nel 2004. Nonostante ciò, successivamente alla crisi finanziaria americana, nel 2011 la speculazione divenne talmente gravosa che portò lo spread a 500 punti base, determinando poi una serie di conseguenze politiche, tra cui la caduta dell'allora governo Berlusconi e la salita al colle del governo tecnico guidato da Mario Monti. La speculazione si assestò soltanto dopo le parole pronunciate dal presidente della BCE di Mario Draghi, momento cruciale per la situazione europea di allora e che nei capitoli successivi sarà maggiormente approfondito. Il rapporto debito-Pil, nonostante la fase speculativa discendente, continuò comunque a salire sfiorando il tetto del 127%.

Comincia così per l'Italia un piano di politica economica incentrata sull'*austerità* e riforme sociali, come la riforma pensionistica Fornero che, inevitabilmente, richiedeva uno sforzo in più da parte dei cittadini italiani. La crisi dei mutui *subprime* con la conseguente crisi dei debiti sovrani, ha presentato sul tavolo economico mondiale il prospetto di un cambio di passo da parte dei paesi occidentali e si comincia così a diffondere, specie per i movimenti politici sovranisti, nostalgia verso le vecchie valute precedenti all'entrata in vigore dell'Euro. Di lì a poco, si comincia a pensare alla così detta ipotesi di ridenominazione del debito

sovrano, più correttamente denominata *Redenomination risk*, la quale prevede una sostituzione dell'euro da parte di una vecchia o nuova valuta nazionale per ridenominare il debito pubblico posseduto da uno stato e la conseguente ed implicita uscita di uno dei paesi membri dell'unione europea. Spiegherò nel capitolo successivo il fenomeno del rischio di ridenominazione, il suo funzionamento e i suoi principi fondanti.

CAPITOLO II

2.1 Il rischio di ridenominazione e i credit default swap

L'ipotesi già accennata nel precedente capitolo sul presunto rischio di ridenominazione, meglio conosciuto come *Redenomination risk*, è realmente presente nell'immaginario collettivo, sia degli investitori che degli studiosi e ciò si denota dall'osservazione dei CDS (*Credit Default Swap*), che precedentemente avevo anticipato come quei contratti utilizzati dagli investitori, nel caso in cui si presuma la possibilità che si verificano delle situazioni di instabilità economica, di un paese o di un determinato settore. I CDS nascono agli inizi degli anni novanta ma finiscono al centro dell'attenzione solo dopo la crisi dei *Subprime*^c, scoppiata in America nel 2006. Essi vengono venduti e comprati nei mercati "Fuori borsa", i cosiddetti mercati *Over The Counter* (OTC), e l'*ISDA* (*International Swaps & Derivated Assosociation*) è l'organizzazione che sovrintende i CDS e che ne stabilisce dunque le tipologie e il contenuto dei contratti, definiti come "*ISDA Master Agreement*". A fronte di capire meglio il *redenomination risk*, è importante comprendere il funzionamento dei CDS e i processi che svolgono all'interno dei mercati finanziari OTC, dove avvengono le contrattazioni di buona parte degli scambi finanziari.

"Il credit default swap (CDS) è un contratto con il quale il detentore di un credito (*protection buyer*) si impegna a pagare una somma fissa periodica, in genere espressa in *basis point* rispetto a un capitale nozionale, a favore della controparte (*protection seller*) che, di converso, si assume il rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento di default futuro ed incerto (*credit event*). La somma periodica che il creditore paga è in genere commisurata al rischio e alla probabilità di insolvenza del soggetto terzo debitore. L'aspetto fondamentale del CDS consiste nel fatto che sia il *protection buyer* che il *protection seller* possono anche non avere alcun rapporto di credito con il terzo soggetto, in quanto il contratto prescinde dalla presenza di quest'ultimo; il sottostante è unicamente il merito creditizio e non il vero e proprio credito" [Borsa Italiana].

^c La crisi dei mutui subprime ha causato il forte periodo di crisi e di recessione che ha colpito tutto il mondo tra il 2006 ed il 2011, portando con sé, ancora oggi, delle ripercussioni. I *subprime* erano dei mutui a tasso variabile concessi a più soggetti che rappresentano per il creditore un alto tasso di rischio di insolvenza. I debiti che si creavano venivano cartolarizzati nel mercato attraverso i CDO (*Collateralized debt obligation*) ovvero un'obbligazione che ha come garanzia un debito. Al suo interno un CDO è composto da diversi ABS (*asset-backed security*) che equivalgono a diverse obbligazioni, garantite anch'esse da altrettanti debiti. la speculazione che si venne a creare attorno ai CDO e ai mutui subprime, portò il risultato dello scoppio di una bolla finanziaria, causando la più grande crisi dal dopo guerra ad oggi.

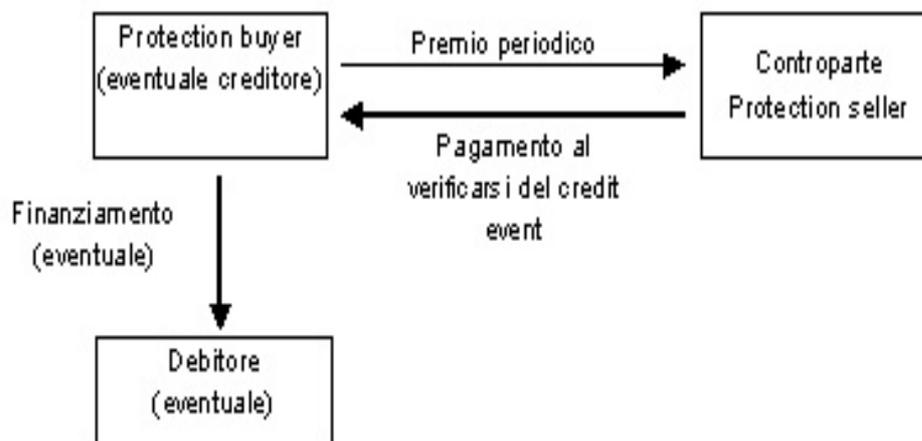


Figura 2. Processo dei flussi di pagamento (Borsa Italiana).

Se dunque si verificasse il *credit event*, a causa di un'insolvenza finanziaria da parte del terzo soggetto, il creditore incasserebbe il pagamento dal *protection seller*.

Vediamo ora, un esempio pratico in riferimento alla Figura 1. Supponiamo che un investitore abbia in portafoglio tre pacchetti di obbligazioni di tre emittenti diverse che chiameremo X, Y, C, valutate dalle agenzie di rating come triple B (BBB) e che ogni obbligazione produca un flusso di incassi pari a 30.000 € ogni giorno. Un rating da tripla B, attesta il fatto di un possibile problema d'insolvenza e dunque l'investitore, conscio del rischio di default, vuole coprirsi da esso, stipulando così un CDS e pagando una somma fissa ogni anno, equiparabile ad un premio assicurativo. Se le emittenti X, Y e C dovessero risultare inadempienti e si verificasse così la presunta insolvenza, la controparte del CDS, cioè il *protection seller*, effettuerà un versamento pari all'importo non incassato.

Nel precedente capitolo sono emersi i problemi dei titoli italiani in relazione allo spread e alla sfiducia degli investitori che scaturisce, di conseguenza, la vendita dei titoli di stato italiani, con rendimenti superiori agli altri paesi europei, andando così incontro ad eventuali problemi di insolvenza. Appreso il concetto del funzionamento dei CDS e data la valutazione delle agenzie di rating dell'Italia come tripla B, è evidente che sussistano tutti i presupposti affinché gli investitori optino per un acquisto dei premi di rischio dei titoli italiani, in vista dell'ipotetico rischio di ridenominazione del debito con la conseguente uscita dalla moneta unica europea. Non a caso, "Il rischio di ridenominazione sembra essere responsabile di circa la metà dell'aumento complessivo dello spread, suggerendo che giocare con l'idea di uscire dall'euro può essere costoso anche se le finanze pubbliche rimangono sotto controllo" [Gros, 2018]. Ciò che preoccupa gli investitori, non è soltanto il rischio che l'Italia possa ritornare alla vecchia valuta o ad utilizzarne una nuova ma, sempre in riferimento all'insolvenza, la preoccupazione grava sulle politiche espansive del governo, mirate verso un aumento della spesa pubblica in deficit che possa rendere così insostenibile le finanze pubbliche del paese, portando l'Italia ad un default, come già accaduto in Grecia nell'Autunno del 2009. Tornando nuovamente a parlare dei CDS, essi dunque possono fungere da buon indicatore del rischio e

infatti “Da un confronto tra gli spread dei CDS delle diverse annate, si può costruire una buona misura del rischio di ridenominazione” [Gros, 2018]. Il cambiamento delle situazioni economiche e politiche degli ultimi anni ha portato a delle modifiche sui contratti dei derivati anche nei riguardi del rischio di ridenominazione. Il 21 Febbraio 2014 infatti, l’ISDA ha reso note le *Credit Derivates Definitions*, che modificano i criteri del 2003. Secondo il nuovo documento: “*Incorporates a new credit event triggered by a government-initiated bail-in and a provision for delivery of the proceeds of bailed-in debt or a restructured Sovereign CDS asset package delivery for CDS contracts on sovereign reference entities: introduces the ability to settle a credit event by delivery of assets into which sovereign debt is converted... expanding the scope of guarantees that can be hedged with CDS; rationalizing the treatment of contingent debt and guarantee obligations; addressing currency redenomination issues; and adjustments to the restructuring settlement mechanism*” [ISDA, 2014]. La nuova documentazione dell’ISDA dunque riconosce il rischio di ridenominazione come un evento di credito, mentre la precedente documentazione del 2003, non riconosceva tale rischio a causa della novità dell’euro e quindi della sua improbabile possibilità che degli stati membri dell’Unione Europea potessero pensare ad un cambio valuta per ridenominare il debito. In particolare, queste valutazioni dei primi anni del duemila sono cambiate con l’evolversi degli eventi economici e politici che hanno reso sempre più esplicita la crisi dell’euro. Il vecchio documento proteggeva unicamente dal rischio di default di un paese, mentre con le nuove modifiche, l’investitore può coprirsi dal rischio sia di default sia contro la ridenominazione; in particolare, come riportato in Figura 2, per quanto riguarda i CDS che coprono da questo rischio, i tassi sulle tariffe sono aumentati considerevolmente rispetto ai precedenti del 2003, dalla presa al potere dell’ultimo governo italiano e, insieme al rischio di insolvenza finanziaria, hanno contribuito all’aumentare dello spread dei titoli di stato.

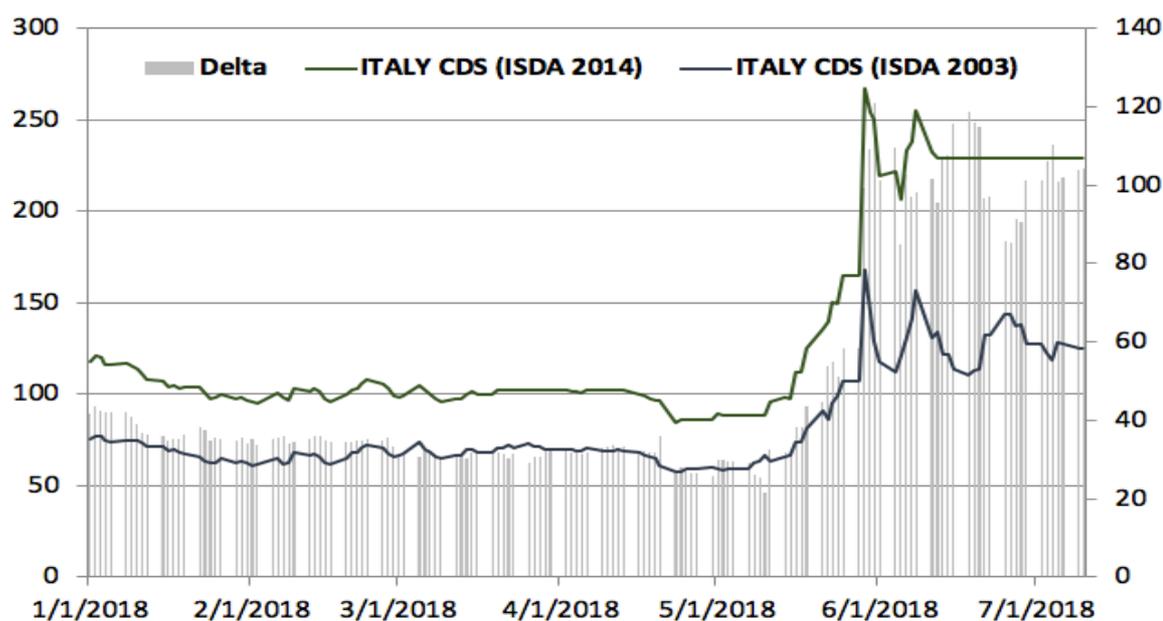


Figura 3. Tassi CDS in Italia (fonte Bloomberg).

Facendo un passo indietro e tornando al 2011, si noti dal grafico in Figura 3, come il rischio dello scoppio della crisi greca era stata prevista attraverso l'aumentare vertiginoso di CDS sul mercato globale. I tassi di rendimento greci erano al 7%, raggiungendo la soglia che mise in ginocchio il paese e che portò al successivo commissariamento da parte dall'Unione Europea. Nel capitolo precedente ho già parlato di quanto alti siano i tassi di rendimento italiani e sulla difficile uscita da questo meccanismo; ciò fa riflettere e mette in guardia gli investitori per il possibile scoppio di una crisi, questa volta, in Italia.

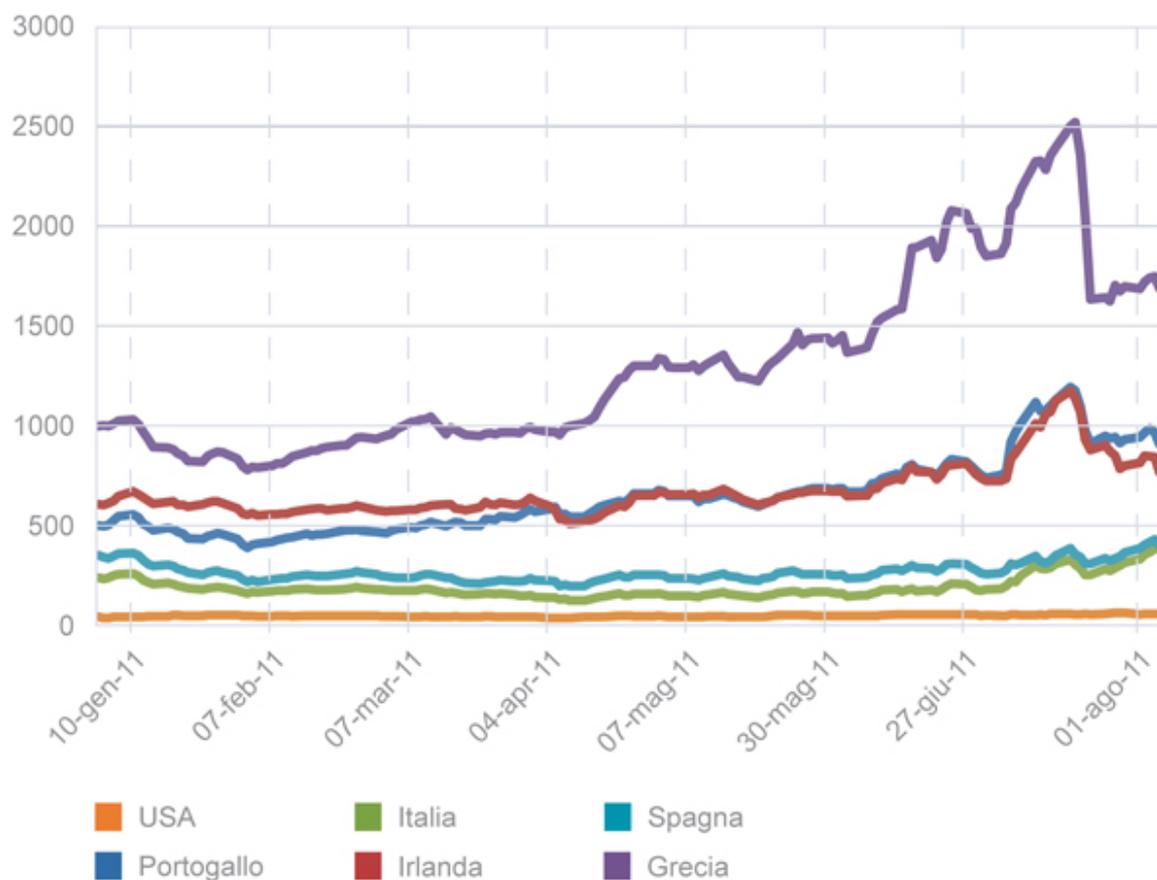


Figura 4. Confronto tra CDS di vari Paesi (fonte Borsa italiana, 20 settembre 2012).

2.2 Misurare il rischio di ridenominazione

Alla luce di ciò che è stato detto finora, la definizione più opportuna del rischio di ridenominazione può essere: “*Euro redenomination risk is the risk that a euro asset will be redenominated into a devalued legacy currency*” [De Santis, 2015]. Pertanto, il rischio che gli asset dell'euro possano essere messi in discussione da un cambio di politiche economiche verso una valuta differente è qualcosa di concreto e che si osserva da tempo soprattutto all'interno dell'unione europea. La domanda che molti si pongono è: come può essere misurato tale rischio? Secondo il documento della Banca Centrale Europea sulla misura del rischio ridenominazione, esistono diversi approcci per studiare tale fenomeno.

Il primo di questi approcci, ritenuto abbastanza generalista, è basato sui prezzi delle opzioni valutarie (*currency option*) attraverso cui si misura una crisi dei tassi di cambio, compresa ad esempio, la volatilità tra euro e dollaro. Questo tipo di approccio, però, non identifica la percezione del rischio di ridenominazione all'interno della zona euro, in quanto i fattori che possono influenzare il cambio EUR/USD sono molteplici e, cosa più importante, non fornisce una misura specifica per ciascun paese ma generalizza all'interno dell'intera area Euro.

Il secondo approccio si fondava invece su un indicatore di mercato chiamato "Intrade", metodo ricavato da una piattaforma ormai disattivata. I dati da essa ricavati, però, indicavano che, entro la fine del 2013 un paese avrebbe lasciato la moneta unica europea con un 65% di probabilità durante il 2011 (non a caso, la Grecia come già visto, oscillava sul 7% di rendimento dei titoli e gli spread dei CDS erano alle stelle). Successivamente le probabilità scesero del 40% a Marzo del 2012 ma risalirono al 60% nell'Agosto dello stesso anno. Stando alle caratteristiche di questo secondo approccio, troviamo delle similitudini con il primo e dunque, rimane generale sui riguardi delle cause di fondo e le indicazioni su un possibile crisi, con un conseguente rischio sistemico europeo.

Un altro metodo di misurazione del rischio si incentra sulla stima dei valori di equilibrio dei rendimenti sovrani e la distanza dal valore attuale rispetto allo spread sovrano non fondamentale. Questo terzo metodo però presenta degli svantaggi, ovvero *"The disadvantage of this approach is that all non-fundamental factors including market perception of redenomination risk play a significant role and, therefore, one cannot clearly isolate redenomination risk."* [De Santis, 2015]. Ciò dunque sta a significare che tutti i fattori non fondamentali, compresa la percezione del rischio di ridenominazione da parte del mercato, svolgono un ruolo significativo e, pertanto, non è possibile isolare chiaramente il rischio di ridenominazione.

Il quarto approccio avviene, invece, attraverso la stima del deprezzamento valutario atteso, utilizzando i modelli Keynesiani di equilibrio generale in un'economia aperta e ricalibrandoli con paesi, come ad esempio, Kriwoluzky et al. che hanno rielaborato un modello di piccola economia Greca. Secondo il documento della Banca Centrale, anche questo approccio è svantaggioso in quanto *"The disadvantage of this approach is that one has to rely upon a specific theoretical model and key calibrated parameters"* [Kriwoluzky]. Il problema che sta alla base è che ci si deve basare su uno speciale modello teorico e su parametri chiave calibrati e ciò non determina un chiaro isolamento del fenomeno di ridenominazione.

Il quinto ed ultimo approccio presente nel documento opera in maniera differente rispetto agli altri, mettendo a confronto i rendimenti delle obbligazioni emesse in diverse valute e prevedendo che lo spread debba riflettere le oscillazioni dei tassi di cambio attesi. Seguendo questo metodo, si considerano nello specifico gli spread dei rendimenti sovrani denominati in euro e in dollari, ipotizzando che i rendimenti sovrani in Euro possano determinare il rischio di ridenominazione del prezzo percepito dal mercato. Da ciò si rivela dove il rischio può essere più operativo, come ad esempio Spagna, Portogallo e adesso, Italia. Ciò nonostante prosegue il documento, *"The US dollar market for euro area sovereign bonds is much less liquid, as only less than 0.5% of sovereign bonds of the largest euro area players, such as Germany, France, Italy and*

Spain, is issued in foreign currency. The resulting liquidity premium in the US dollar market might offset the redenomination risk premium emanating from the euro denominated bond market.” [De Santis, 2015]. Analizzando questo quinto approccio, si denota che il mercato del dollaro USA nei confronti delle obbligazioni dell'area Euro è molto meno liquido, (per l'appunto solo 0.5% delle obbligazioni sovrane dei principali operatori dell'area dell'euro, come Germania, Francia, Italia e Spagna, è emesso in valuta estera). Ne consegue quindi che, il premio di liquidità sul mercato del dollaro USA possa così determinare il premio per il rischio di ridenominazione che deriva dal mercato obbligazionario denominato in Euro. Dunque, parlando di premio di liquidità e avendo (nel caso esaminato) degli investitori avversi al rischio, essi richiederanno un maggiore rendimento atteso per detenere i titoli europei a lunga durata. Ciò porterebbe così ad un'impennata dei rendimenti dei titoli al fine di essere venduti ad operatori esteri, con la sistemica problematica dell'avvicinamento, per alcuni paesi europei, alla soglia della insolvibilità finanziaria e all'ipotesi della ridenominazione a causa del conseguente debito pubblico.

Proseguendo il documento della Banca Centrale, al fine di trovare un metodo per la misurazione del rischio di ridenominazione, si persegue il quinto approccio ma si considerano, al posto degli spread dei rendimenti sovrani denominati in EUR/USA, i CDS denominati in dollari americani ed Euro, utilizzati dagli investitori per proteggersi contro il rischio di credito sovrano^d. In particolare, vengono utilizzati i Quanto CDS^e per cui, i pagamenti del premio saranno effettuati con una valuta differente rispetto alla valuta dell'attività di riferimento.

È importante comunque premettere e sottolineare che un evento creditizio di un singolo paese dell'Unione Europea non è necessariamente legato ad una disgregazione dell'area euro; infatti ciò è stato confermato dall'episodio greco avvenuto nel 2012, il quale non ha causato nessuna rottura all'interno dei paesi europei, né tanto meno della Grecia.

Il Quanto CDS non misura il rischio valutario interno all'area Euro ma solo il rischio derivante dal deprezzamento del dollaro, per cui non è sufficiente come parametro di misura del rischio. Pertanto, si ritiene che un buon indicatore di misura del rischio possa ottenersi attraverso la differenza tra il Quanto CDS per Italia e Spagna confrontandolo con quello della Germania. Questo metodo infatti: *“Is the key measure of redenomination risk associated with the break-up of the euro area as perceived by the market.”* [De Santis, 2015]. Si giunge quindi ad una misura chiave per misurare il rischio di ridenominazione associato alla disgregazione dell'area Euro, così come è percepita dai mercati. In altre parole, l'uso dei Quanto CDS dei paesi europei rispetto alla Germania si basa sull'idea che, tale spread sarebbe prossimo allo zero se le percezioni degli investitori sui rischi di disgregazione dell'Unione Europea e della sua moneta fossero deboli, viceversa se tale spread fosse numericamente distante dallo zero, il mercato lo percepirebbe come un

^d Il rischio di credito sovrano per definizione, è la possibilità di un'interruzione dei pagamenti da parte dei mutuatari esteri a causa del governo o si riferisce anche alla possibilità che un paese vada in default.

^e Il Quanto CDS ha lo stesso funzionamento di un normale CDS ma il pagamento del premio swap e i flussi di cassa non sono nella stessa valuta rispetto all'attività cui si fa riferimento.

grosso rischio di ridenominazione e di rottura dell'Euro. Per quanto riguarda Italia, Spagna e Francia, prendendo sempre la Germania come parametro di riferimento, nel 2012 i primi due paesi avevano raggiunto un picco di misure proposte per il rischio di ridenominazione, attenuandosi in seguito al discorso ormai noto del Presidente della BCE Mario Draghi per la sua incoraggiante frase “*Whatever it takes*”, dimostrando il potere che le parole possono avere nell'economia e sui mercati. Quelle parole cambiarono radicalmente l'andamento Europeo che fino ad allora era sull'orlo del collasso. La valuta europea era ormai di difficile tenuta a causa dei debiti sovrani di alcuni paesi europei (inclusa l'Italia) e le speculazioni sulla rottura della zona Euro non erano mai state così dilaganti, tanto è vero che i CDS toccarono un picco nel 2012 proprio per il possibile default dei paesi eccessivamente indebitati. Tutto ciò non accadde grazie al discorso di Draghi che calmò gli investitori e ridusse i rendimenti obbligazionari dell'area Euro. A tal proposito, è importante ricordare il ruolo della banca centrale, capace di influenzare le previsioni, le operazioni e soprattutto le aspettative degli investitori ma anche dei cittadini. La crisi del debito sovrano del 2012 è un ottimo punto di partenza per capire oggi il rischio di ridenominazione del debito, ma verrà trattato in seguito, paragonandolo con la situazione del debito attuale e cogliendone le similitudini.

Continuando a trattare la misurazione del rischio, si denota che più il premio di rischio richiesto dagli investitori sulla ridenominazione è alto, tanto più sono elevati gli spread dei rendimenti sovrani. A supportare ciò, l'analisi basata sui modelli econometrici VAR (*Vector AutoRegression*) e Favar (*Factor-argumented vector autoregressive*) confermano il legame tra la percezione del mercato sul rischio ridenominazione e i differenziali di rendimento sovrani. Anche in questo caso, si fa riferimento al 2012 per dimostrare i modelli sopra citati, anno in cui come già detto, la crisi del debito sovrano europeo diruppe sui mercati di tutto il mondo. Infatti, utilizzando Italia, Spagna e Francia, sulla base del modello VAR, si verifica come gli shock di rischio di ridenominazione abbiano rappresentato nel 2012 pesanti oscillazioni dello spread. Per l'Italia gli shock sul rischio hanno rappresentato circa 165 punti base, ovvero il 28% dello spread dei titoli italiani a 5 anni. Per la Spagna invece, si sono toccati i 275 punti base, nonché il 39% dello spread sempre per i titoli a 5 anni; infine per la Francia, i timori legati alla ridenominazione hanno rappresentato circa 13 punti base, cioè il 28% dei differenziali di rendimento a 5 anni. Infine, scomponendo gli spread sovrani del 2012, risulta che circa il 30%, il 40% e il 50% dei differenziali dei titoli di rendimento, rispettivamente per Francia, Italia e Spagna, siano connessi agli shock esteri del rischio di ridenominazione.

2.3 Misura osservabile per il premio di ridenominazione

Quanto detto fin ora evidenzia le dinamiche di mercato sul rischio di ridenominazione e su come tale rischio possa essere misurato. Si evince che i confronti tra i differenziali dei principali paesi europei siano la chiave per indicare la misurazione della ridenominazione e che tali shock sulle ridenominazioni siano stati causa dei

differenziali di rendimento dei paesi europei, in particolare nel 2012. L'obiettivo da porsi arrivati a questo punto, è quello di capire come si possa osservare il funzionamento del premio sul rischio di ridenominazione da parte del mercato; anche in questo caso i CDS verranno utilizzati per lo sviluppo del calcolo, in quanto misura chiave della ridenominazione. Parliamo più precisamente del *sovereign CDS (CDS sovrano)* la cui funzione non è dissimile dagli altri contratti swap. Con l'emergere della crisi del debito sovrano, le quotazioni di questi contratti hanno subito un forte rialzo scaturito dall'aumento della percezione del rischio, che ha conseguentemente portato ad un aumento del prezzo per l'acquisto di protezione. Il rialzo delle quotazioni dei contratti ha avuto delle ripercussioni sugli spread dei titoli di stato, in particolare, negli anni in cui, come abbiamo già visto, il rischio era fortemente percepito dai mercati.

Riprendendo brevemente il funzionamento di tali contratti, vediamo dunque che, si stipula un contratto *sovereign CDS*, con lo scopo di assicurarsi contro un evento di credito sul debito sovrano e come da prassi, l'acquirente del CDS dovrà pagare un premio periodico a intervalli regolari. Se l'evento di credito dovesse verificarsi, il compratore riceverà il "Premio" nonché il pagamento derivato dalla differenza del valore nominale e il valore di rimborso delle obbligazioni. L'oggetto dei contratti CDS dunque non è altro che l'acquisto o la vendita di protezione contro un possibile rischio di default. Nel caso degli emittenti sovrani i contratti maggiormente utilizzati fanno riferimento ai titoli di stato corrispondenti, con particolare rilevanza nelle scadenze a 5 e 10 anni. Al riguardo è opportuno precisare che, nel caso di vendita di protezione attraverso un contratto CDS, corrisponde una posizione lunga sulle obbligazioni, mentre l'acquisto di protezione sempre mediante CDS replica una posizione corta. Per capire meglio ciò, utilizziamo la forma ridotta del modello proposto da *Doshi et al. 2013*, lo spread di un contratto CDS (indicato come $S_t^{c,h}$), può essere calcolato come il tasso equivalente al valore attuale dei pagamenti (indicato con *premium leg*) e il valore del pagamento atteso (*loss leg*).

$$\overbrace{\mathbf{E}_t \left[S_t^{c,h} \sum_{j=1}^h q_{t+j}^c A_{t+j}(t+j) \right]}^{\text{premium leg}} = \overbrace{\mathbf{E}_t \left[\sum_{j=1}^h (1 - R^c) (q_{t+j-1}^c - q_{t+j}^c) A(t+j) \right]}^{\text{loss leg}}$$

La formula non è altro che una spiegazione del funzionamento dei premi di pagamento dei contratti CDS. In particolare, E_t corrisponde al valore attuale della perdita attesa in percentuale dell'esposizione dopo un evento creditizio, R^c è il tasso di recupero (in proporzione al valore nominale della protezione), q_{t+j}^c è la probabilità di sopravvivenza al momento $t + j$, q_{t+j-1}^c è la probabilità che l'evento creditizio si verifichi durante l'intervallo $(t + j - 1, t + j)$ e $A(t + j)$ è il tasso di sconto senza rischio. In termini di notazione, (1-

R^C) è la perdita in caso di inadempimento, E_t corrisponde al valore attuale della perdita attesa in percentuale dell'esposizione dopo un evento creditizio.

In linea generale dunque, attraverso questa equazione, può essere calcolato lo spread di un contratto CDS sovrano.

2.4 Europa: debito e redditi.

Alla luce di quanto detto fin ora, abbastanza evidente la diffidenza crescente da parte degli investitori verso l'Italia. La questione del debito pubblico e le conseguenze delle crisi dei debiti sovrani tengono le redini dell'Europa in una morsa di rallentamento e decrescita ormai da diversi anni. Ciò che denota dalla situazione attuale è che altri paesi con debiti superiore ai normali parametri e a quelli dei paesi europei, abbiano avuto una migliore capacità nel gestire la crisi: un esempio è l'America, paese con uno dei più alti debiti pubblici al mondo e in cui ci si fonda su un'economia basata sul indebitamento, la quale è riuscita comunque a non cadere né in una stagnazione economica, né in una crisi di fiducia da parte degli investitori, anche dopo la pesante conseguenza economica del fallimento dei mutui subprime e il conseguente scoppio della bolla finanziaria.

Se l'Europa avesse messo in atto una corretta gestione della crisi, avrebbe giovato, o per lo più migliorato, le condizioni di salute dell'economia occidentale, non alimentando i pensieri sovranisti ed anti Europei. A mio modesto parere, le politiche basate sull'eccessiva *austerità*, non hanno portato a grandi risultati. Di certo una politica economica di austerità può ridurre il debito nel breve termine ma attiva un moltiplicatore negativo per la crescita a lungo termine deprimendo i redditi. Sono mancati i dovuti investimenti per rilanciare l'economia europea e soprattutto, da un punto di vista politico, è venuta a mancare una coesione tra le forze europee; l'unione monetaria, senza unioni fiscali e politiche, è quanto di più lontano possa essere rispetto al sogno iniziale europeo. Oltre a questi aspetti il paradosso è che l'Europa non riesce ad uscire da questa morsa nonostante i dati siano positivi: i fondamentali economici, i redditi e i patrimoni sono i più alti di sempre. Dunque è la cattiva gestione economica, non solo italiana ma anche europea, ad essere causa di un'imminente recessione e dell'attuale stagnazione economica. La sensazione è che dalla mal gestione derivi un immenso spreco, che finisce poi per alimentare, tornando al punto di partenza, il debito pubblico profondamente legato ad una perdita del benessere collettivo. Seguendo il manuale di Thomas Piketty, "Il capitale del XXI secolo", il divario ad oggi sempre più crescente tra i redditi è spiegato come risultato non soltanto dell'accumulo di debito pubblico ma in relazione al tasso di crescita sempre più lento. Di fatti, il tasso di crescita è molto basso dal momento in cui l'accumulazione capitalistica, ovvero l'aumento del rapporto capitale (k) e reddito (y), si è ridotto. Ciò perché l'accumulazione si basa sul così detto "*Labour*

saving^f, riducendo l'impiego di lavoro, fenomeno che oggi è ancora più evidente grazie alla crescente tecnologia ed intelligenza artificiale.

“poiché la funzione di produzione presenta un tasso di sostituzione fra capitale e lavoro maggiore di uno, la legge dei rendimenti decrescenti dei fattori non funziona: il rendimento del capitale (il tasso di profitto o di interesse r) scende quindi meno di quanto non aumenti (a causa della bassa crescita) il rapporto K/Y . La conseguenza è che la quota del profitto sul reddito (il prodotto fra il rendimento di un'unità di capitale (r) e lo stock di capitale sul reddito (K/Y) cresce” [Farina, 2019].

Lo stesso Piketty afferma e sottolinea come il divario di ricchezza dei redditi derivi anche dall'aumento tecnologico attuale: “la tecnologia moderna impiega sempre molto capitale o, meglio, l'impiego differenziato del capitale fa sì che si possa accumulare un capitale enorme senza che il suo rendimento cali in modo sostanziale” [Piketty, 2014].

Il risultato dell'avanzamento tecnologico in relazione al capitalismo odierno vede accrescere una ricchezza finanziaria e immobiliare da parte delle persone più abbienti, mentre dall'altro lato, vengono distribuiti meno redditi da lavoro, con una quota del salario sul reddito in diminuzione. Ciò è concatenato ai dividendi azionari, che saranno per lo più appannaggio dei più ricchi e meno presenti nei ceti medio borghesi o meno abbienti. Con l'aumentare della ricchezza dei ceti privilegiati, frutto di un'ipotesi di reinvestimento dei rendimenti finanziari, il divario è destinato nel tempo a crescere enormemente. Attualmente questo fenomeno è possibile osservarlo nella società che ci circonda; il ceto medio borghese sta lentamente perdendo posto in una società le cui fondamenta si basavano su questa figura sociale, inasprando così, in assenza di un ruolo sociale che potremmo definire mediano, la lotta sociale tra classi. L'occidente è sempre più vicino ad un accostamento con paesi come L'India o la Cina, in quanto essi non presentano una gerarchia sociale ed economica formata da tre figure sociali, ma piuttosto, un divario a due binari in cui sono presenti ricchi e poveri, o per meglio dire alla luce di quanto detto fin ora, sempre più ricchi e sempre più poveri.

Tornando a parlare del debito pubblico, legato all'argomento principale di questa esposizione ovvero, il rischio di ridenominazione, è opportuno capire perché vi è una relazione tra debito e salario sul reddito e perché penso sia importante legarli insieme.

È chiaro che, se un paese possiede un debito pubblico molto alto, la fiducia degli investitori sempre più influenzata negativamente da vicende politiche e dunque scoraggiata all'idea di nuovi investimenti e fenomeni sempre più crescenti di “Fuga di cervelli” accrescendo così il patrimonio economico di un altro paese, ecco che vi sono alcune delle più importanti caratteristiche per cui si può guardare verso un sempre più crescente divario di ricchezza. Se le nostre politiche economiche sono concentrate principalmente nel risanare il debito pubblico, (cosa corretta perché motore per le spese pubbliche), è abbastanza scontato che si avrà poco spazio per degli investimenti incentrati alla crescita dei salari. L'esempio potrebbe essere quello di

^f Labour saving nel linguaggio economico, equivale al complesso di innovazioni che portano una riduzione d'impiego di mano d'opera durante i processi produttivi.

alcune fasce di lavoratori statali, i quali nel pieno della crisi dei debiti sovrani, in particolare nel periodo 2010- 2015, a causa dei danni della crisi, dei malgoverni e dall'accrescimento del debito, è stato loro imposto attraverso il decreto legge Gelmini, un congelamento degli scatti di stipendio e di anzianità di servizio. Dopo sei anni, gli stipendi sono stati sbloccati, ma per alcune fasce di lavoratori come i professori universitari pubblici non è stata riconosciuta l'anzianità di servizio di ruolo. Il decreto legge che colpì queste categorie di lavoratori fu essenzialmente una delle aspre soluzioni incentrate su politiche di tagli volte al tentativo di risanare le finanze italiane, intaccando i suddetti lavoratori a livello pensionistico, creando così un'erosione del proprio potenziale patrimonio cumulabile. Analizzando una serie di dati empirici per rendere più concreta la questione dell'erosione della ricchezza delle famiglie borghesi, se prendiamo un ricercatore universitario vediamo che, seguendo il documento steso dal CNU, ovvero comitato internazionale universitario, nel quinquennio del blocco il lavoratore si vede sottratti 13.800 euro e successivamente, a causa del concomitante blocco della maturazione delle classi successive, a partire dall'anno di fine blocco, egli si troverà sempre a una classe stipendiale inferiore a quella che gli sarebbe spettata in assenza di blocco; per l'esattezza 2,5 classi biennali al di sotto, continuando così a subire un prelievo crescente nel tempo che raggiunge una cifra complessiva di 83.000 euro nel 2037 alla fine della sua carriera, in concomitanza con l'atto di pensionamento raggiunti i 65 anni di età. Si potrebbe continuare con altri esempi l'osservazione empirica sopra riportata ma trovo più adeguato concludere qui queste osservazioni in quanto l'elaborato di questa tesi tratta un altro principale argomento che è però legato a situazioni come quelle qui riportate; gli esempi da me scelti, infatti, mirano al pensiero critico in quanto, una classe lavorativa come quella dei ricercatori o professori universitari ordinari è un esempio concreto di lavoratori appartenenti a una classe sociale medio borghese i quali vedono un'erosione della propria ricchezza nel lungo periodo a causa di riforme severe in soccorso ad un peggioramento economico e ad un aumento del debito pubblico. Essenzialmente, questi lavoratori avranno delle pensioni minori rispetto a quelle reali che dovevano loro spettare, andando così a provocare un impoverimento nel lungo termine di quelle che potremo ancora definire figure appartenenti al ceto medio borghese.

Tutto ciò perché, tornando al punto iniziale di questo elaborato, lo stato deve garantire, al fine del continuo acquisto di debito pubblico da parte degli investitori, che non vi siano problemi di solvibilità. Con dei tassi di interesse che oscillano dal 4% fino ad arrivare in alcuni periodi al 7%, lo stato italiano deve necessariamente adoperare dei tagli per trovare l'adeguato capitale numerico che rifinanzi gli investitori; una sorta di ciclo che, come già detto, non vede attualmente una fine.

Il divario sempre più crescente tra i salari è il sintomo di un'economia malata e un riavvicinamento a quei periodi storici in cui la ricchezza era in mano ai pochi privilegiati.

Le oscillazioni di differenze tra reddito e ricchezza aggregata in Europa possono essere osservate nella figura di seguito.

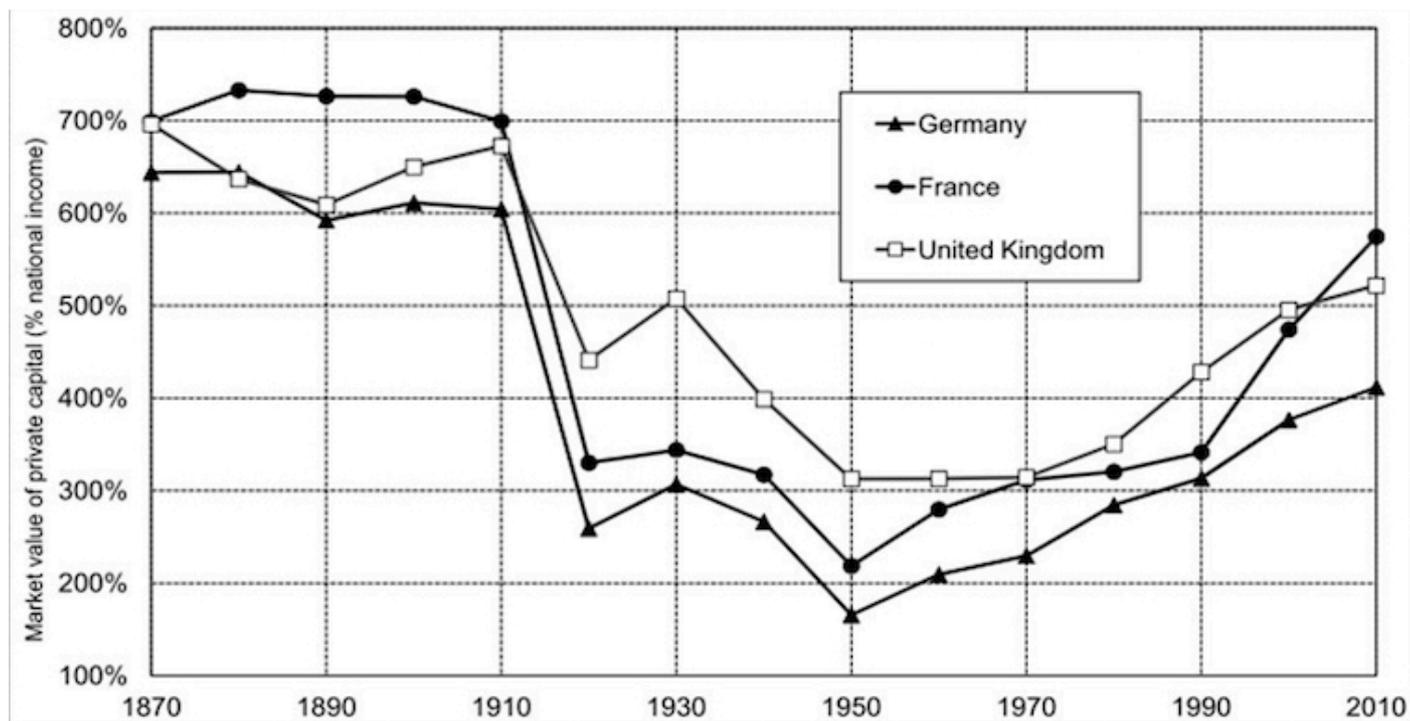


Figura 5. Il rapporto capitale/reddito in Europa, 1870-2010 [Piketty, 2014].

Come anticipato, il grafico sopra riportato mostra le divergenze di distribuzione delle ricchezze intercorse dal 1870 al 2010. In particolare vengono riportate le variazioni nel Regno Unito, Francia e in Germania, dei patrimoni privati, dunque immobiliari, finanziari e di investimento al netto dei debiti espressi in annualità di reddito nazionale.

Seguendo l'elaborato rivoluzionario dell'economista Thomas Piketty: "Si noterà in primo luogo l'altissimo grado di prosperità patrimoniale che ha caratterizzato l'Europa alla fine del XIX secolo e della belle époque: il valore dei patrimoni privati si fissa attorno alle sei-sette annualità di reddito nazionale, che è un fatto considerevole. Successivamente si può constatare un forte calo, determinato dagli eventi scioccanti intercorsi tra il 1914 e il 1945: il rapporto capitale/reddito cala a due-tre annualità di reddito nazionale.

Dopodiché si nota una crescita continua a partire dagli anni cinquanta, al punto che i patrimoni privati sembrano quasi raggiungere, oggi, i livelli riscontrati alla vigilia della prima guerra mondiale: nei primi dieci anni del XXI secolo il rapporto capitale/reddito si colloca attorno a cinque-sei annualità di reddito nazionale sia nel Regno Unito sia in Francia (in Germania si colloca a un livello inferiore, nazione che però è partita da un livello più basso: la tendenza è comunque netta anche in questo paese)" [Piketty, 2014].

Vi è un forte rischio delineato dalle tesi dell'economista nei riguardi delle divergenze di distribuzioni delle ricchezze; tale rischio è caratterizzato da un tasso di rendimento da capitale superiore al tasso di crescita. Il tasso di rendimento da capitale, è bene specificare, equivale alla rendita media del capitale nel corso di un

anno, dunque profitti, dividendi affitti, interessi ed altri redditi da capitale corrispondenti in percentuale al suo valore.

La formula con cui è possibile esprimere tale fenomeno di disuguaglianza può essere indicata come $r > p$, in cui con r si indica il tasso annuo di rendimento da capitale mentre con g si indica il tasso di crescita, ovvero la crescita annua del reddito e del prodotto. Questa formula è di estrema importanza e di concreta attualità analizzando la società odierna, sempre più incline a vaste differenze economiche, connesse anche ad un eccessivo debito pubblico. In particolare, continua l'autore: "Quando il tasso di rendimento del capitale supera in misura significativa il tasso di crescita... il fenomeno implica automaticamente che i patrimoni ereditati dal passato si ricapitalizzino più in fretta rispetto all'andamento del processo di produzione e dei redditi. Per cui, per chi eredita patrimoni dal passato, basta risparmiare una quota anche limitata di reddito del proprio capitale perché quest'ultimo si accresca più in fretta rispetto alla crescita economica nel suo complesso. In tali condizioni, è pressoché inevitabile che i patrimoni ricevuti in eredità prevalgano largamente sui patrimoni accumulati nel corso di una vita di lavoro, e che la concentrazione del capitale raggiunga livelli assai elevati, potenzialmente incompatibili con i valori meritocratici e i principi di giustizia sociale che costituiscono il fondamento delle nostre moderne società democratiche" [Piketty, 2014].

CAPITOLO III

3.1 Ridenominazioni del debito: una misura del rischio attraverso le valute

Quando si parla del concetto di ridenominazione del debito, come già accennato nei precedenti capitoli, non si può non parlare dei CDS in quanto essi corrispondono ad una delle principali misure per analizzare tale rischio: ad essi, sono legati i titoli di stato italiani, per l'esattezza la differenza dei rendimenti dei titoli italiani denominati in euro e in dollari USA e possono fungere da misuratore per il rischio di una ipotetica ridenominazione.

“The idea that the debt burden could somehow be alleviated for the Italian government by ‘redenomination’ derives from a somewhat distorted interpretation of the principle of ‘lex monetae’, namely, that a government can determine the currency of the nation” [Gros, CEPS Commentary, 2018].

Dunque, come sostiene l'economista Daniel Gros, l'ipotesi che l'onere del debito per il governo italiano possa essere alleviato dalla "ridenominazione" deriva da un'interpretazione distorta del principio di *lex monetae*. Il fatto che il governo potesse dichiarare una nuova valuta, che il debito pubblico attuale, denominato in una valuta nazionale, sarebbe automaticamente rimborsabile solo nella nuova valuta, probabilmente deprezzata. In particolare, i periodi di maggior riflessione su tale ipotesi sono stati il 2012, conseguente alla crisi greca e il 2018 con la presa di potere del governo formato da partiti anti euro, ovvero Lega e Movimento cinque stelle. Le dichiarazioni di Paolo Savona, allora designato come ministro dell'economia e sostenitore di un'ipotetica uscita dall'euro da parte dell'Italia, hanno accentuato tale ipotesi di ridenominazione, in particolare a seguito di alcune dichiarazioni sul così detto “Piano B” previsto per l'Italia.

Il principio di *lex monetae* non si applicherebbe però alle obbligazioni in quanto esse sono anche denominate in valuta estera; la conseguenza sarebbe dunque che le obbligazioni in valuta estera avrebbero probabilmente un prezzo maggiore rispetto alle obbligazioni denominate in euro se un governo dovesse mai introdurre una nuova valuta. La differenza tra questi due titoli dovrebbe quindi fornire un'altra misura del rischio di "Italexit". Approfondendo questa nuova misura del rischio, come già anticipato, vediamo che la maggior parte del debito pubblico italiano è denominato in euro ma alcuni titoli di stato italiani sono denominati in dollari USA. La maturazione di tali obbligazioni è prevista nel 2023 implicando così una durata residua di circa cinque anni dalla metà del 2018, simile quindi ad un tipico contratto CDS. Il differenziale di rischio su queste obbligazioni può essere definito come la differenza di rendimento rispetto ai titoli del tesoro. Gli spread dei titoli italiani denominati in dollari USA possono essere dunque confrontati con lo spread sui BTP denominati in euro con scadenza simile.

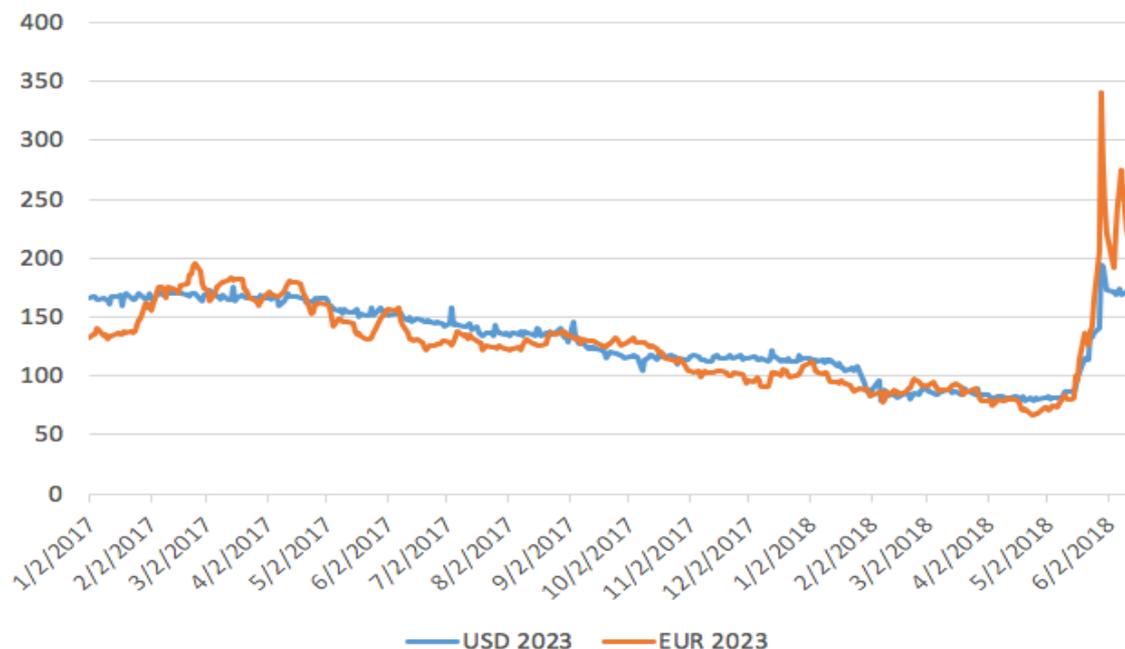


Figura 6. Spread su obbligazioni denominate in dollari statunitensi e denominate in euro (fonte Bloomberg).

La figura sopra riportata mostra l'andamento dei due spread, uno in dollari e l'altro in euro dall'inizio del 2017, periodo in cui il risultato delle elezioni era molto incerto. Si nota come i due spread abbiano un andamento simile: scendono fino a Maggio 2018 con un conseguente e brusco aumento, ma con importi differenti; tale fenomeno di rialzo si verifica dopo l'inizio dei negoziati per la formazione del nuovo governo. Dunque, lo schema riscontrato per gli spread di CDS, la cui percezione del mercato sul grado di rischio del debito in dollari ed euro del governo italiano divergeva, conferma la stessa percezione che il rischio di ridenominazione è aumentato. Esistono naturalmente alcune piccole differenze tra i rendimenti di questi due strumenti finanziari: le obbligazioni italiane in dollari USA hanno un mercato meno liquido rispetto ad altri titoli di Stato, i contratti CDS invece non vengono negoziati giornalmente. Nel complesso, però, le due misure sono altamente correlate (con un coefficiente di correlazione superiore al 95%)” [Minenna, 2017].

3.2 Il rischio fiscale

In questo capitolo si cercherà di analizzare la correlazione che esiste tra stress fiscale, ovvero debito pubblico elevato e deficit, con il rischio di ridenominazione.

Durante la fase più cupa della crisi del 2012, la preoccupazione principale era fiscale, in quanto i rendimenti dei tassi di interessi erano molto alti (oscillavano tra il 5% e il 7%) e i premi ad alto rischio rendevano l'idea che il governo italiano non potesse fronteggiare il proprio debito pubblico. Successivamente alla formazione del governo, l'Italia non ha subito una forte pressione fiscale e dunque la percezione sulla ridenominazione

si è attenuata. La motivazione riguardo un'eventuale uscita dall'euro, non si basava su una preoccupazione per l'eccessivo debito pubblico, ma piuttosto sull'idea che un paese dovesse avere una propria moneta. Il piano B di Savona infatti, sottolineava l'importanza che un paese sovrano potesse stampare la propria valuta indisturbato dalla banca centrale europea. Ciò sta a sottintendere che i malumori riguardanti la ridenominazione ad oggi si sono attenuati e il rischio di pura svalutazione sia improbabile. Nonostante ciò, esistono delle ipotesi di ridenominazione dei debiti verso le imprese, (avanzate dall' ex ministro della Lega Borghi) basate su una nuova valuta chiamata Mini-bot; questo argomento verrà successivamente approfondito nel corso di questo elaborato.

Tornando a parlare di fiscalità e ridenominazione, vediamo dunque il legame che intercorre tra i due fenomeni, seguendo il documento dell'economista Gros D. Attraverso un diagramma a dispersione, riportato in figura 7, viene mostrato come le misure di rischio siano correlate: in particolare, sulla asse verticale si osserva il rischio fiscale e sull'asse orizzontale la somma tra il rischio fiscale e il rischio di ridenominazione. La relazione tra i due rischi è evidente, con una correlazione di circa il 95% ma la relazione non è lineare in quanto il rapporto non è sempre 1: 1 (come si osserva dalla posizione dei punti sulla retta). La retta di regressione ha una pendenza equivalente a 0,5 (con intercetta sull'asse delle y di 15,8) ciò significa che solo la metà di ogni aumento del rischio totale può essere attribuito al rischio fiscale.

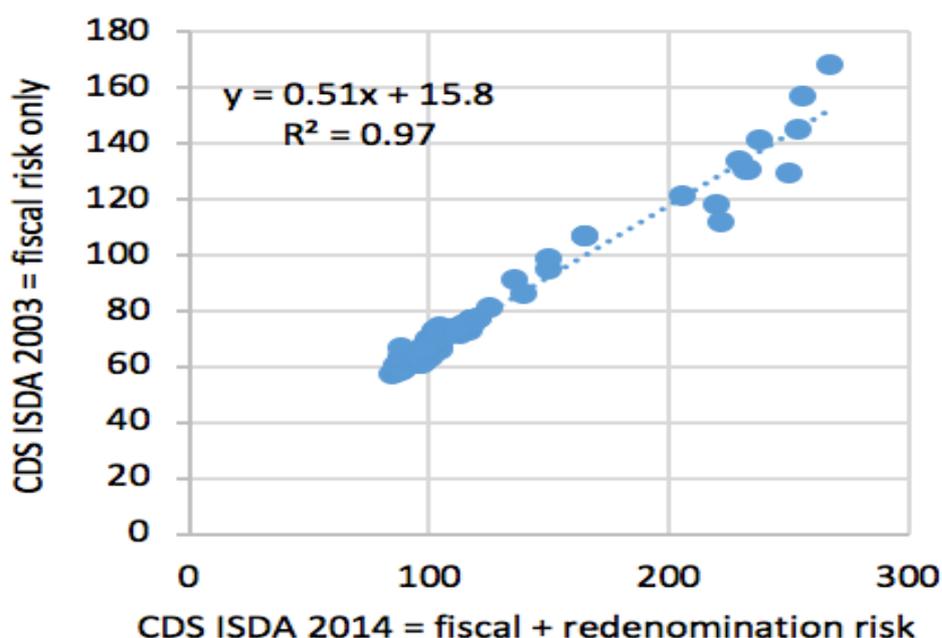


Figura 7. Rischio fiscale e di ridenominazione: CDS (fonte Bloomberg).

Ciò sottolinea un cambiamento importante rispetto al passato in quanto, soprattutto nei periodi di forte crisi come 2011- 2012, rischio fiscale e totale tendevano verso un rapporto lineare di 1:1.

La figura 8 riguarda il versante debito denominato in dollari e in valuta domestica nazionale e in particolare sulla differenza di spread sulle obbligazioni in euro e in dollari; anche in questo caso, è possibile osservare la medesima pendenza.

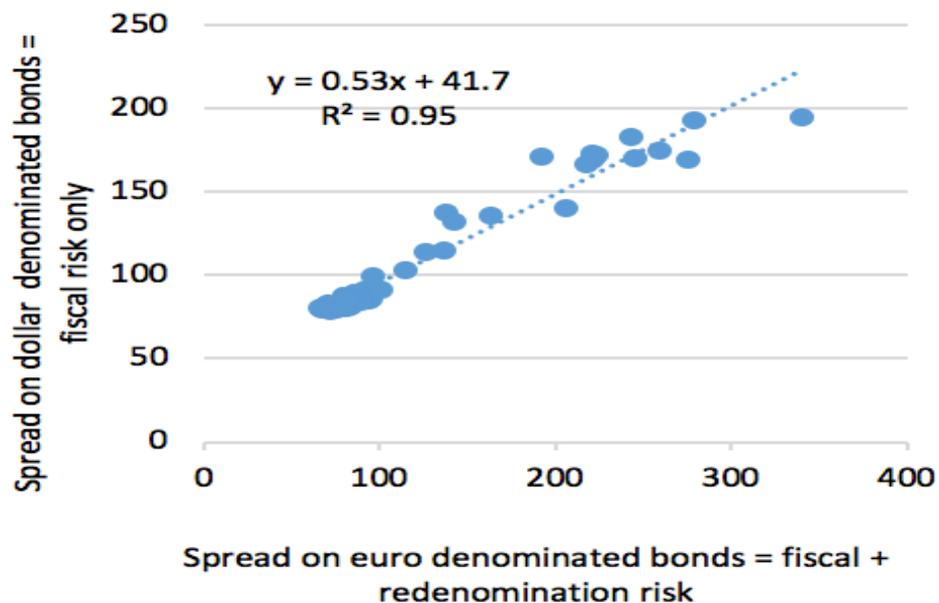


Figura 8. Spread su obbligazioni denominate in euro e in dollari statunitensi, scadenza 2023, dopo le elezioni (Fonte Bloomberg)

Volgendo ancora lo sguardo verso la fase più aspra della crisi dei debiti sovrani, è possibile al fine di comprendere meglio la correlazione tra obbligazioni in dollari USD ed euro con il rischio di ridenominazione (o in questo caso per essere più precisi, verso il rischio di inadempimento del debito) confrontando la situazione del 2011- 2012 con la crisi del SME avvenuta durante la metà degli anni 90, quando in Italia era ancora in vigore la lira. Nella figura 9 infatti, notiamo nell'asse verticale il rischio di debito denominato in dollari e sull'asse orizzontale il rischio di debito denominato in euro, nel periodo 2011-2012.

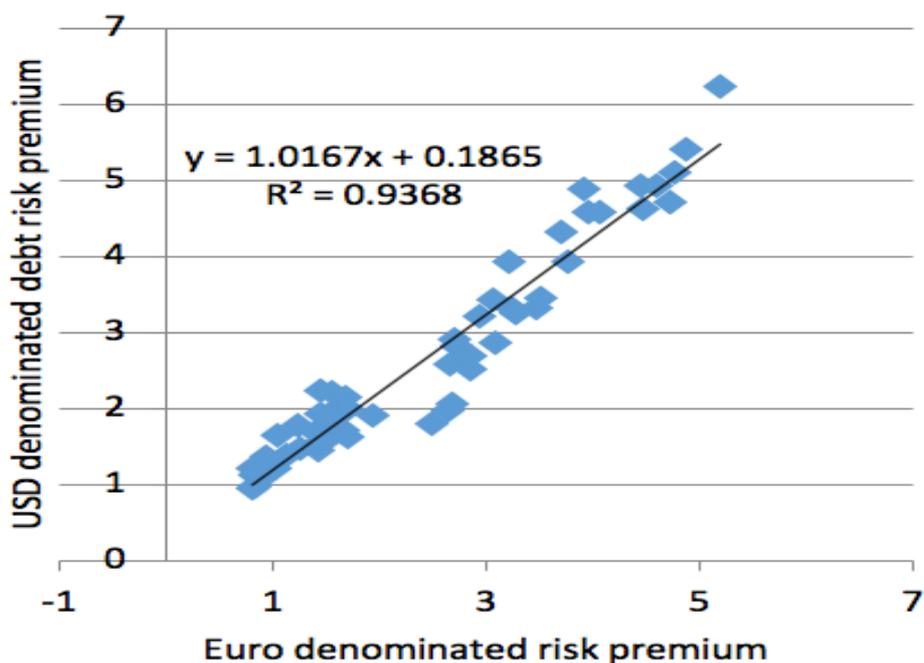


Figura 9. Premi di rischio "Valuta estera" e "Valuta domestica" a confronto (5)

Nella figura 10 invece, si sottopone lo stesso confronto tra valuta estera e valuta domestica ma prima dell'entrata in vigore dell'euro come moneta unica, in particolare nel periodo della crisi dei SME.

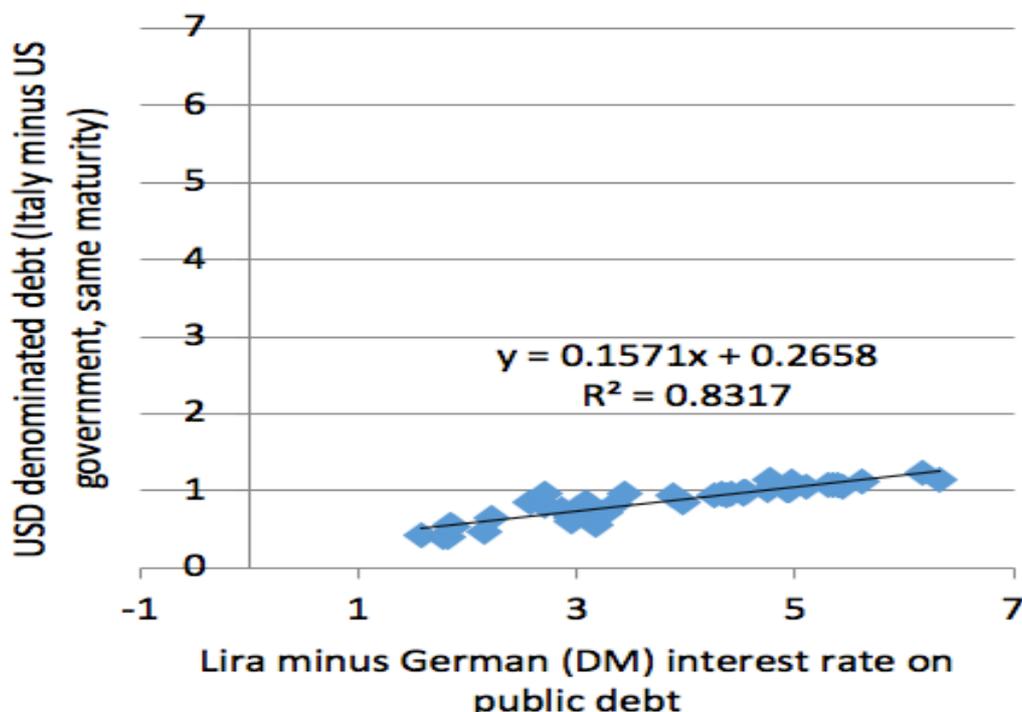


Figura 10. Premi di rischio "Valuta estera" e "Valuta domestica" a confronto (5)

Attraverso la comparazione tra questi due diagrammi, si nota che i dati degli anni 90 (figura 10), mostrano come durante quel periodo, i mercati finanziari non fossero preoccupati realmente di un possibile inadempimento formale sul debito pubblico, considerando con scarse probabilità che i problemi del debito si risolvessero attraverso una svalutazione e inflazione.

Al contrario, nel precedente diagramma (figura 9) durante la crisi del 2011-2012 gli spread del dollaro Usa e dell'euro erano in forte contrasto, spostandosi linearmente con un rapporto 1: 1. Ciò significa che durante quel periodo, gli investitori stavano anticipando non solo una ridenominazione ma un vero e proprio default dell'Italia.

Il confronto appena descritto, apre la strada verso la situazione attuale dato che, la preoccupazione verso un rischio di ridenominazione è tornata tra i mercati finanziari e rappresenta almeno la metà del brusco aumento dello spread. Il modello di correlazione tra gli spread sugli strumenti denominati in euro e in dollari statunitensi, dopo la formazione del governo Lega- Cinque stelle, si trova a metà strada tra il modello pre-elettorale e quello degli anni 90 (in particolare 1993-1995).

È bene comunque specificare che nel periodo 2011-2012, il rischio di ridenominazione era abbastanza improbabile perché le obbligazioni in dollari USA erano state giudicate adeguate a sopportare il rischio delle obbligazioni in euro.

Il vero rischio all'epoca era principalmente legato a un possibile default di una delle grandi economie europee come Spagna o Italia. Inoltre, un rischio secondario percepito dai mercati era quello fiscale, preoccupazione data principalmente dal disavanzo e dai tassi di interessi troppo elevati, dato il periodo cupo che attraversava l'economia europea. La Conclusione però, avendo osservato i dati di questo elaborato è che il rischio fiscale e quello di ridenominazione, seppur correlati, non sono lineari tra loro e in particolare il rischio di ridenominazione oggi è un elemento nettamente separato rispetto alla parte fiscale.

3.3 L'importanza delle parole e dei fatti

Nei precedenti capitoli avevo già accennato all'importanza che le dichiarazioni politiche hanno sui mercati e sullo Spread. Le parole, come quelle di Mario Draghi del 2012, forti di autorevolezza e di sicurezza possono rassicurare i mercati e di conseguenza alleviare i differenziali di rendimento dei titoli.

Dopo il "*Whatever it takes*" di Draghi, nessuno si sarebbe aspettato un cambio di passo così netto. Parole rivoluzionarie che cambiarono il corso degli eventi. Nei successivi mesi infatti i tassi di interesse scesero nettamente e iniziarono le operazioni di rifinanziamento a lungo termine; cominciò un programma che prevedeva una grande iniezione di liquidità, il *quantitative easing* (stessa manovra eseguita dalla FED precedentemente durante la crisi americana dei mutui *subprime*). I risultati sperati arrivarono quando i rendimenti delle obbligazioni dei paesi europei scesero fortemente. Le dichiarazioni di Draghi trovarono conferma nei fatti, e la sua netta comunicazione portò realmente calma e maggior stabilità nei mercati finanziari. Nel grafico in figura 10, si può osservare come la tendenza al rialzo dei rendimenti dei paesi europei periferici si sia lentamente fermata dopo le sue dichiarazioni e i programmi di aiuto. E' possibile seguire l'andamento del grafico durante tutti i Passaggi della manovra eseguita dalla BCE fino alla caduta del governo Renzi, le successive elezioni politiche e le prime dichiarazioni di rottura della coalizione formata dal governo Lega- Cinque stelle.

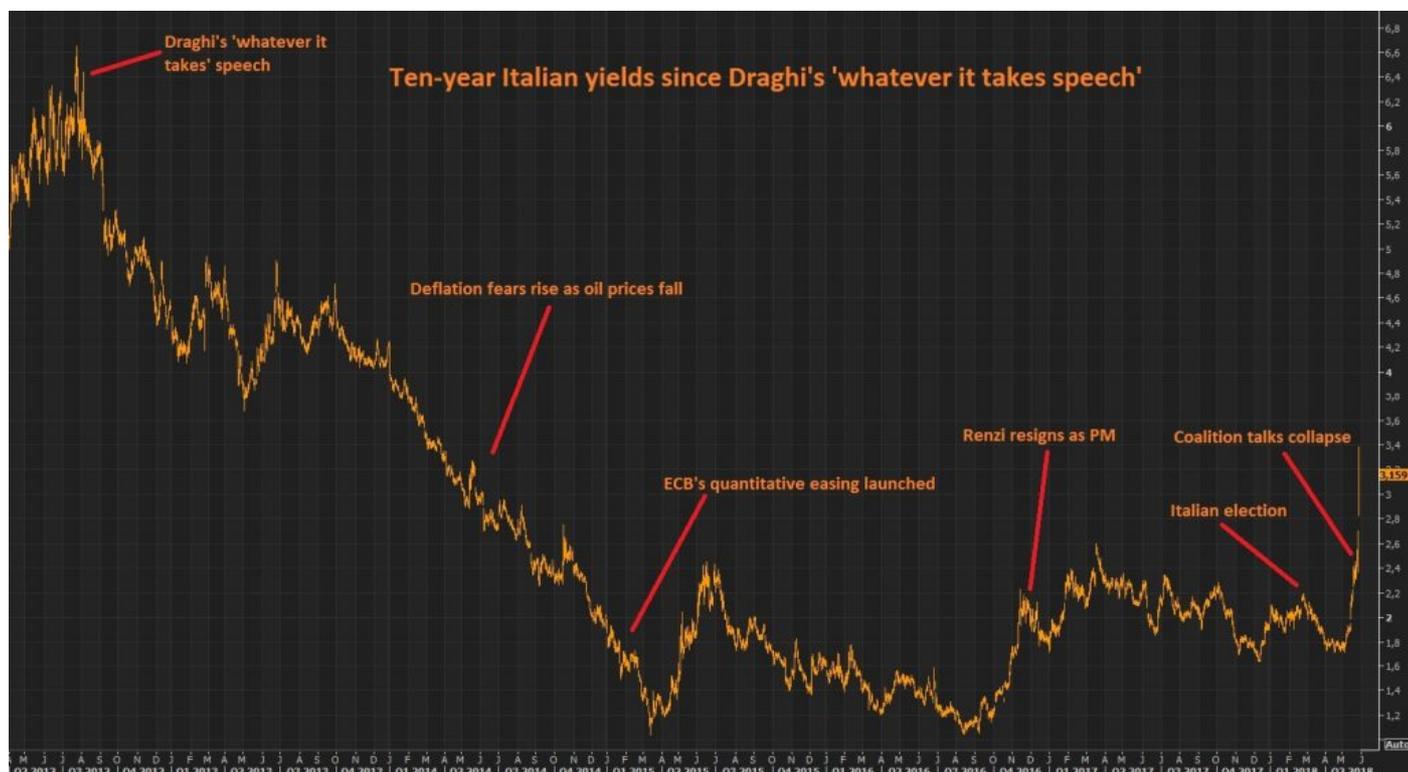


Figura 10. L'Italia rinnova il tentativo di formare un governo e porre fine alle turbolenze (Fonte Reuters, 30 Maggio 2018).

Viceversa, come la legge del contrappasso, dichiarazioni anti euro o eccessivi richiami verso una politica isolazionista e sovranista preoccupano gli investitori aumentando in questo caso lo spread e di conseguenza dissuadendo possibili investitori dal finanziare la nostra spesa pubblica acquistando debito. Ma non solo, questo grafico mostra come in momenti di turbolenza politica (ad esempio le dimissioni di Renzi) i BTP italiani reagiscono negativamente ed è chiaro che un paese come l'Italia soffre spesso queste oscillazioni in negativo, date le continue difficoltà in ambito di stabilità politica. Inoltre, è bene ribadire che ciò che si dichiara ha delle conseguenze ben precise: tutto è correlato, specialmente oggi. Nella figura successiva si analizzano più nello specifico i micro fattori negativi che hanno portato lo spread ad alti livelli durante il 2018, anno in cui, le elezioni politiche hanno visto come vincitori lega e cinque stelle e che, durante la formazione del governo, era stato designato come ministro dell'economia Paolo Savona, il quale come precedentemente ho accennato, aveva dichiarato che l'Italia dovesse avere un Piano di emergenza che presupponeva un'uscita dalla moneta unica. Gli andamenti che si possono osservare in figura 11 sono il frutto di percezioni negative da parte del mercato a seguito di manovre finanziarie in deficit, ma si ha un picco di 300 punti base proprio a seguito delle dichiarazioni auspicanti un ritorno ad una valuta nazionale.



Figura 11. Quanto ci è costato lo spread nel 2018 (Fonte Mino Taricco informa, 19 Gennaio 2019)

Il superamento di oltre 300 punti base, come si nota dall'immagine, avviene in due momenti; il primo è di carattere previsionale e inerente alle aspettative del mercato a seguito delle dichiarazioni inerenti ad una lex monetae (29 Maggio del 2018), il secondo rialzo è invece di carattere puramente politico-economico, in quanto una manovra in deficit con un debito pubblico alto, ha portato ad una bocciatura della manovra finanziaria del governo, portando lo spread a 310 punti base (8 Ottobre 2018), dando via al rischio di una procedura d'infrazione nei confronti dell'Italia da parte dell'Unione Europea.

Questi sono esempi pratici di quanto lo Spread, anche se non concretamente visibile, sia fortemente ancorato al nostro paese, muovendosi ogni giorno e seguendo attentamente tutto ciò che si dice e che si vuol fare dal punto di vista politico ed economico. E' innegabile che rispetto a prima, lo spread Italiano oggi gode di miglior salute: confrontando infatti le performance dei differenziali di rendimento poco prima della caduta del governo Berlusconi, 300 punti base del 2018 sono poco più della metà rispetto ai differenziali del 2011, che si attestavano intono ai 530 punti base. Numeri da record, ma in negativo, e con una crescita economica vicina allo 0. Fu in quel momento che il popolo italiano sentì per la prima volta parlare di Spread e i più accorti, cominciarono a preoccuparsi realmente di un declassamento dell'Italia e dell'imminente controllo da parte della Troika. A seguito di ciò che è stato descritto nelle righe di questo capitolo, c'è da riflettere sull'importanza dei comportamenti e delle parole adottate principalmente dai nostri ministri. Il monito che mi sento umilmente di esporre in questo elaborato, in conclusione di questo capitolo, è che un'economia forte e sana non dovrebbe essere solo composta da finanze pubbliche sicure e sotto controllo, ma anche da comportamenti e dichiarazioni degne del ruolo che si detiene, portando il proprio *modus vivendi* come esempio per i propri cittadini e per gli altri paesi.

CAPITOLO IV

4.1 I Casi concreti del rischio

Nei precedenti capitoli, attraverso un excursus storico, un'analisi sui metodi della percezione del rischio, gli effetti da punto di vista fiscale e le conseguenze sulle valute estere, si è delineato il fatto che, il rischio di ridenominazione del debito, non è soltanto qualcosa di racchiuso all'interno di un circolo stretto di opinioni ma è un reale fenomeno economico e finanziario.

In questo capitolo si cercherà di far luce in maniera più sistematica sulle paure degli investitori verso il rischio di uscita di uno dei grandi paesi dell'Unione Europea e sugli effetti che un'ipotetica ridenominazione del debito avrebbe sul mercato e sulle imprese, analizzando anche alcune proposte di politiche economiche controverse. L'analisi si concentrerà su tre paesi cardine dell'Europa, ovvero Italia, Francia e Germania. È opportuno premettere che non si cercherà in alcun modo di influenzare le opinioni europeiste o sovraniste sulla questione del debito pubblico, in quanto verranno qui riportate delle analisi oggettive, attraverso gli andamenti dei titoli di stato dei paesi europei e attraverso dati scientifici pubblicati a livello internazionale.

4.2 “Italexit”

La percezione del rischio di ridenominazione da parte del mercato è reale, e i dati del 2018 lo confermano, sottolineando chiaramente cosa il mercato tema o meno da parte dell'Italia. I fondamentali economici italiani sono solidi e i dati sui risparmi degli italiani si confermano tra i più alti al mondo. Un paese tra i più ricchi d'Europa come l'Italia possiede un rischio di insolvenza, ad oggi, improbabile. La vera paura dei mercati, è la possibilità di un'uscita dall'Euro da parte del nostro paese e l'andamento dei prezzi dei CDS lo dimostra.

Il grafico sviluppato da Calipso (figura 12), mostra come durante i primi mesi dalla presa di potere del governo italiano formato da due partiti anti Euro, ci sia stata un'evidente differenza tra la percezione sul rischio di insolvenza e quella di uscita dall'Euro con una differenza del 10,6 %.

Confrontando poi gli ultimi dati dell'anno corrente, la percezione del rischio ha avuto diverse fluttuazioni, legate in particolare a dichiarazioni politiche, elezioni europee e diverse proposte economiche da parte del governo, una fra tutte il pagamento dei debiti dello stato verso le imprese attraverso una valuta differente, ovvero Mini-BOT, che hanno suscitato nel corso del 2019 polemiche e consensi.

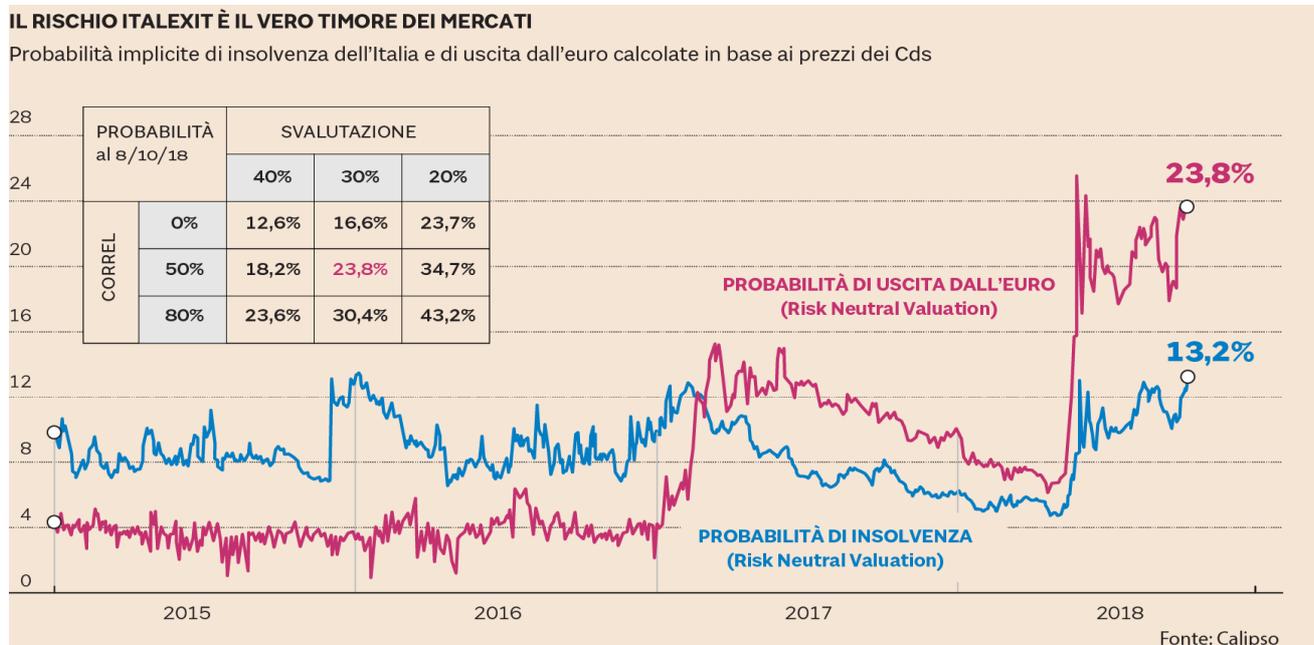


Figura 12. Il rischio Italexit è il vero timore dei mercati (Fonte Sole 24 ore, 12 Ottobre 2018).

I Mini-Bot sono dei Bot (Buoni ordinari del Tesoro) emessi dallo Stato italiano per finanziare il proprio debito. Sono principalmente di piccolo taglio, ovvero 5, 10, 20, 50 e 100 euro. L'ormai ex presidente della commissione di bilancio e responsabile economico leghista Claudio Borghi, li ha definiti come "Un espediente per uscire dall'euro in modo ordinato e tutelato, una sorta di ruota di scorta". Nello specifico i Mini-bot sono privi di tasso d'interesse e non hanno una scadenza prefissata. Inoltre, potrebbero essere utilizzati per beni e servizi di qualunque tipo, legati allo stato, fino ai biglietti del treno. L'idea di fondo di questa proposta è saldare i debiti che lo stato detiene con i creditori, in particolare con le imprese. Il valore di queste valute, sarebbe garantito dallo stato che accetterebbe i pagamenti con un cambio di 1 a 1 rispetto all'euro. Da qui si evidenzia il problema di fondo e la dissonanza che questa manovra avrebbe avuto con l'unione europea. "Il *"whatever it takes"* di Draghi ha funzionato bene ma perché continui a funzionare bene è necessario che un presupposto sia rispettato: I Paesi aderenti non devono mettere in discussione l'adesione all'euro. Ciò che è successo in Italia con il governo attuale è che proprio questo presupposto è venuto a mancare perché entrambi i partiti che fanno parte della maggioranza di governo hanno sposato, in misure e tempi diversi, l'istanza dell'uscita dall'euro" [Franceschi, 2019].

Attraverso i Mini-bot si immetterebbe nel mercato una moneta parallela all'euro e ciò non è attualmente possibile in quanto i trattati comunitari non consentono una simile manovra per risanare il proprio debito. L'anno attraversato dall'Italia è stato sicuramente ricco di ambiguità e in cui soprattutto vigeva un "contratto" di governo in cui, tra i punti principali, era prevista una negoziazione con le autorità europee per un percorso di uscita dalla moneta unica e l'ipotesi (sempre dello stesso autore della proposta dei Mini-Bot, Borghi) di una cancellazione del debito dalla BCE. Ciò ha suscitato una mancanza di fiducia da parte dei mercati, portando anche a delle crisi istituzionali all'interno dell'Italia come ad esempio il blocco da parte del Presidente della Repubblica Sergio Mattarella alla nomina di Paolo Savona come ministro

dell'economia, proprio in ragione delle turbolenze dei mercati e del rischio finanziario a cui l'Italia andava incontro. Continue dichiarazioni di ostilità verso l'Europa e contro la moneta unica non hanno fatto altro che alimentare durante tutto l'anno le ipotesi che l'Italexit, prima o poi, si verificasse; tutto ciò ha avuto un prezzo per il Bel paese, un costo dello spread e dei tassi di interesse sul nostro debito pubblico che attesta il rischio di ridenominazione. In tali situazioni, ovvero con delle ipotesi di ridenominazione del debito e di uscita ipotetica dall'unione europea, gli investitori che detengono titoli di stato richiedono una remunerazione aggiuntiva, in quanto assumono il rischio che il pagamento finale possa essere in una valuta differente rispetto a quella iniziale. Capire il costo di questo anno e mezzo è possibile attraverso i *credit default swap* (CDS), cardine di questo elaborato, in quanto essi sono quei derivati che, come precedentemente spiegato, coprono l'investitore da ipotetici rischi. Il prezzo del rischio di Italexit può essere calcolato comparando i punti base dei credit default swap. Nel mercato vi sono due tipi di derivati CDS: il primo copre dal rischio di ridenominazione e si attesta a 220 punti base, il secondo non copre il rimborso nel caso di una ridenominazione ed assume infatti un valore più basso attestandosi a 134 (figura 13).

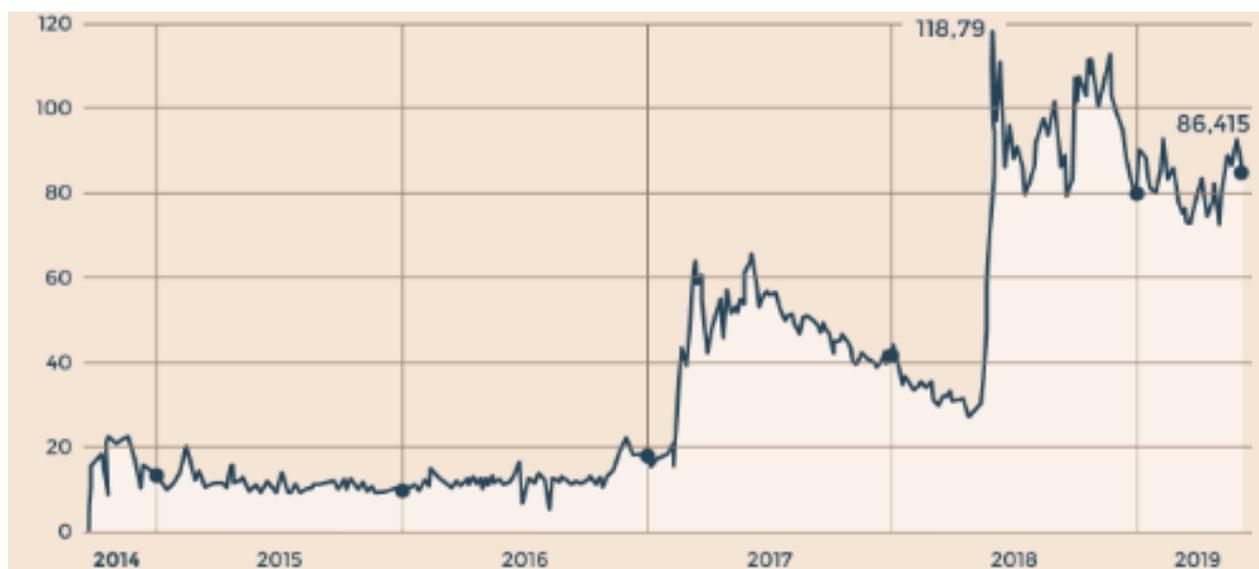


Figura 13. Il termometro di Italexit (Fonte Sole 24 ore, 12 Giugno 2019).

Dalla figura sopra riportata si nota che la differenza tra i valori dei CDS, ovvero 86 punti, equivale al prezzo del rischio di uscita dell'Italia dalla moneta unica, cioè il 39% sul totale e, equiparando questa percentuale allo spread di allora, equivale ad una considerevole fetta dei differenziali Bund- BTP, cioè 100 punti. In altre parole, il rischio di *Italexit*, secondo l'ufficio parlamentare di bilancio, consiste in 12,9 miliardi di interessi sul debito tra il 2018 e il 2020.

Tutto ciò non è positivo per l'Italia, in quanto il rischio di uscita e di ridenominazione del debito imprime lo spazio degli investimenti italiani, differentemente da altri paesi europei che mantengono i tassi negativi e possono permettersi più manovre d'investimento abbassando anche il cuneo fiscale.

La domanda che molti si pongono è comunque la stessa: cosa succederebbe se l'Italia uscisse dalla moneta unica? Lo scenario non riguarderebbe cambiamenti solo dal punto di vista del debito pubblico ma devono essere presi in considerazione diversi fattori. Ne è un esempio l'indagine svolta da Tortuga, intitolata "Scenari di un'Italia senza Euro: il post-Italexit" i quali dati verranno qui utilizzati per comprendere meglio gli effetti di questa ipotesi. Innanzitutto, l'indagine verte su cinque fattori fondamentali, ovvero bilancia commerciale, occupazione, conti pubblici, disuguaglianze e welfare. Per la stesura di questo capitolo saranno utilizzati diversi spunti tratti dal documento di Tortuga ma non verranno analizzati tutti e cinque i fattori ma quattro di essi ovvero tralasciando le disuguaglianze.

La tesi dei sovranisti e dei nostalgici della Lira italiana è quella che, un ritorno alla vecchia valuta possa stimolare le esportazioni rendendo l'Italia un paese più competitivo (quella che viene definita svalutazione competitiva). Inquadrando tale effetto nel breve termine ciò risulta corretto in quanto, una diminuzione del valore della moneta, renderebbe i prodotti nazionali più conveniente in quanto, data la debolezza della valuta, costerebbero meno rispetto ai prodotti di altri paesi. Effettivamente ciò risulterebbe estremamente positivo per la bilancia commerciale italiana, portando un aumento di domanda e ad un calo delle importazioni (figura 14).

Tempo	Cambio Euro/Dollaro	Auto Fiat (Prezzo in Italia)	Auto Fiat (Prezzo in USA)	Auto Ford (Prezzo in USA)	Auto Ford (Prezzo in Italia)
Pre-svalutazione	1.15	15000 €	17520 \$	17000 \$	14783 €
Post-svalutazione	0.805	15000 €	12500 \$	17000 \$	21118 €

Figura 14. Rielaborazione di un grafico contenuto all'interno di "L'Italia alla Sfida dell'Euro".

Altomonte, C. and Sonno, T. (2014). Satelios.

La svalutazione competitiva ha dunque effetti benefici per la bilancia commerciale italiana; d'altronde, diversi paesi nel corso degli anni hanno attuato questa svalutazione traendone benefici. Uno di questi studi, realizzato da Realfonzo e Viscione (2015) ha messo a confronto 28 casi di crisi valutarie verificatesi fra il 1981 e il 2002, differenziandole tra paesi a basso e alto reddito pro capite. La tabella (figura 15) dimostra come i paesi ad alto reddito beneficiato di un miglioramento dei propri saldi commerciali (in media 3 punti di miglioramento) grazie alla svalutazione.

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

Figura 15. Media esportazioni nette in % Pil, (fonte Tortuga) 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).

Dalla tabella si evince come l'Italia sia stata uno dei paesi col miglior risultato e abbia beneficiato nettamente della svalutazione avvenuta nel 1992 a seguito dell'uscita dallo SME (Sistema monetario europeo), per cui, a parità di condizioni, oggi si pensa che, attuando la svalutazione, gli effetti possano essere pressoché positivi.

In realtà, ciò non è propriamente esatto perché le condizioni odierne rispetto al 1992, sono notevolmente cambiate. Il tessuto economico italiano è rimasto praticamente invariato nel corso di questi 27 anni ma le economie globali sono considerevolmente cambiate e il mondo è sempre più globalizzato. "La svalutazione competitiva può funzionare bene in un'economia antecedente alla globalizzazione e incentrata sulla vendita dei soli beni finiti. Meno nello scenario di un'economia globalizzata e dominata dal modello della *Global Value Chains*: i processi di produzione di beni intermedi, dislocati in vari paesi a seconda del grado di convenienza di una certa sede (si pensi al basso costo del lavoro asiatico o alle agevolazioni fiscali nell'Est europa). La svalutazione della nuova lira avrebbe così l'effetto di aumentare la domanda di beni finiti, ma al costo sia di mantenere immobili le esportazioni di beni intermedi sia, e soprattutto, di fare schizzare all'insù i costi delle importazioni di prodotti che servono per la realizzazione degli stessi beni finali del *Made In Italy*. In aggiunta, si legge nel report, è difficile che una rottura dall'euro consenta di mantenere le stesse condizioni di mercato ora vigenti. La nostra economia dovrebbe misurarsi probabilmente con ritorsioni dai paesi partner, a partire da dazi capaci di colpire le merci esportate e vanificare gli effetti benefici di una svalutazione" [Ma, 2019].

Occupiamoci adesso dell'effetto che avrebbe un'Italexit sull'occupazione, valore molto importante anche in termine di consenso elettorale. La tesi anti-Euro prevede che se vi è sovranità monetaria, allora è possibile una piena occupazione. Anche in questo caso, seguendo l'indagine svolta da Tortuga, la svalutazione competitiva fa da padrona in quanto stimola l'aumento della domanda portando una maggiore ricchezza e posti di lavoro. Si può osservare dalla tabella nella figura 16, lo spread inteso come divergenza dei tassi di disoccupazione tra i paesi dell'unione europea e la Germania.

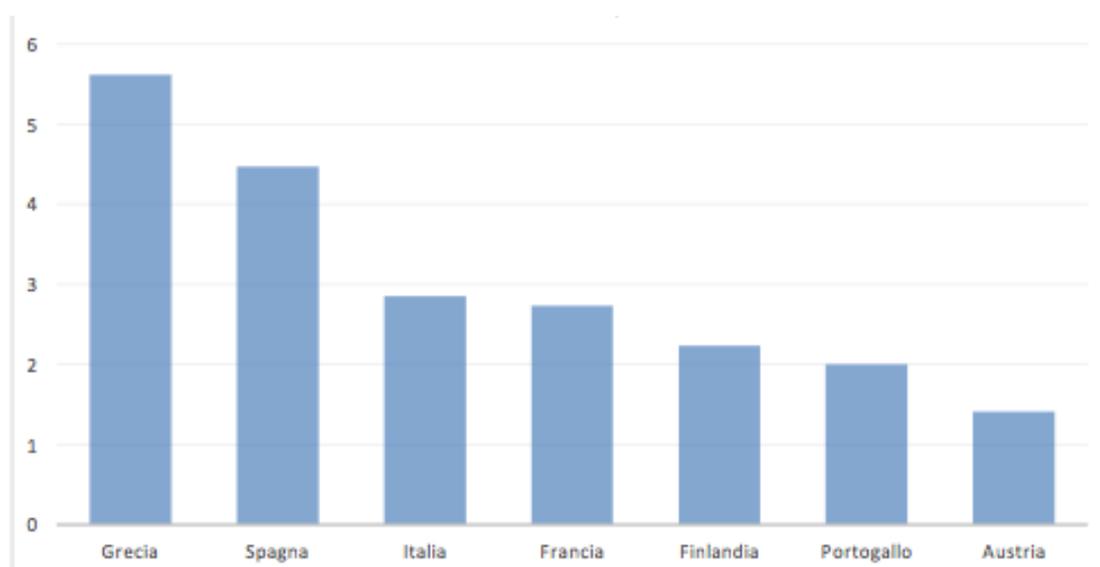


Figura 16. Uno spread pericoloso: il differenziale fra i tassi di disoccupazione rispetto alla Germania, Agosto 2018 (Data AMECO), (Fonte Tortuga).

Dal grafico sopra riportato si evince come i livelli di disoccupazione, data un'ipotetica svalutazione competitiva, tendano a subire delle lievi diminuzioni o degli aumenti del tasso di disoccupazione. Da un lato la svalutazione porterebbe un aumento della domanda e ciò gioverebbe all'occupazione e alla crescita di alcuni settori. D'altra parte, l'aumento delle esportazioni, potrebbe portare ad un aumento dei prezzi annullando così i vantaggi scaturiti dalla svalutazione. Una prova di ciò che si sta scrivendo, può rappresentarla la prossima tabella (figura 17) dove si evince come, per i paesi più avanzati gli effetti della svalutazione e delle crisi valutarie, non hanno apportato miglioramenti al tasso di disoccupazione.

Il ruolo dei salari, inoltre giocherebbe un importante ruolo in quanto, se un paese vuole aumentare la propria competitività sul mercato, dovrà contenere i costi del lavoro. I salari, durante gli episodi di svalutazione, hanno subito dei trend negativi prevalentemente a causa di un'eccessiva inflazione che ha portato ad una diminuzione del salario reale, proprio a causa della redistribuzione dai salari ai profitti e alle rendite. Infine, l'uscita dalla moneta unica potrebbe trainare il paese verso un'instabilità finanziaria, ripercuotendosi nei consumi e riducendo così gli incentivi di investimento delle imprese, culminando il tutto in una diminuzione di occupazione e salari.

<i>Country and year of crisis</i>	<i>Fall against the dollar, %</i>	<i>Unemployment rate</i>		
		<i>Crisis year</i>	<i>First year postcrisis</i>	<i>Second year postcrisis</i>
All countries	558.51	9.74	9.38	8.91
High-income countries	31.91	9.46	9.83	9.46
Australia (1985)	25.66	8.26	8.08	8.11
Finland (1993)	27.52	16.30	16.60	15.40
Iceland (1985)	30.96	1.60	1.10	0.80
Republic of Korea (1998)	47.32	6.95	6.34	4.14
Spain (1983)	30.56	14.30	16.70	17.80
Sweden (1993)	33.65	9.10	9.40	8.80
Low-income countries	734.04	9.86	9.19	8.67

Figura 17. Disoccupazione dopo la crisi valutaria: tasso di disoccupazione negli anni successivi alla crisi (1980-2013) (Fonte Ameco- *European Commission, World Bank, Eclac CepalStat*).

Passiamo ora al terzo fattore di questa analisi cioè i conti pubblici, nonché tema fondamentale in relazione al contesto di questo mio elaborato sul rischio di ridenominazione del debito. È bene premettere che un cambio di valuta avrebbe degli effetti non solo sul valore del debito pubblico, ma su tutti quei fattori che girano attorno ad esso come Prodotto interno lordo, sostenibilità, finanze pubbliche, tassi di interesse, stabilità dei settori bancari, costi della pubblica amministrazione ed entrate fiscali. Qui si potrebbe pensare che non vi siano mezze misure riguardo gli effetti di un'uscita dall'euro in quanto essi possono risultare solamente positivi o negativi; in effetti, se l'Italia uscisse dalla moneta unica e la produzione domestica risultasse in costante aumento, questo comporterebbe delle maggiori entrate per lo Stato e maggiore stabilità e sostenibilità del debito pubblico. D'altra parte, esattamente come pari e dispari o bianco e nero, si avrebbe un effetto opposto, senza risultati intermedi; infatti, se si verificasse una riduzione della produzione domestica, aumenterebbe il rapporto debito/Pil con il conseguente aumento del debito causato da una diminuzione del prelievo fiscale.

Attraverso un esempio del documento redatto da Tortuga vediamo gli effetti sullo stock di debito una volta compiuta per l'Italia l'uscita dalla zona euro. Vi sono diverse ipotesi che vengono proposte.

“In caso di uscita “disordinata” dalla moneta unica, differenti sono le ipotesi riguardo ai potenziali effetti sul debito pubblico del nostro Paese. Un primo scenario vedrebbe il debito ridenominato nella nuova valuta, la nuova lira, al cambio di 1:1. La nuova moneta subirebbe tuttavia notevoli pressioni svalutative che porterebbero ad una perdita del suo valore probabilmente intorno al 30%. Ciò comporterebbe notevoli svantaggi per i creditori, i quali si vedrebbero rimborsare il denaro a loro dovuto in una moneta di minor valore. La svalutazione quindi determina una redistribuzione dai creditori (investitori, fondi previdenziali, piccoli risparmiatori) verso i debitori (lo Stato). Questa operazione non sarebbe solo a svantaggio di coloro che possiedono titoli di debito pubblico, ma comporterebbe anche un calo di fiducia dei mercati finanziari nella possibilità che lo Stato italiano sia davvero in grado di onorare i propri debiti, proprio quello che

accadrebbe in caso di insolvenza. Ciò causerebbe inevitabilmente un aumento degli interessi richiesti sul debito per remunerare il maggior rischio.

Le conseguenze dell'uscita dalla moneta unica non sarebbero tuttavia limitate ad una variazione del valore della nuova lira. Empiricamente osserviamo infatti che a seguito di una svalutazione così consistente, anche il livello dei prezzi subisce un impatto significativo... In Italia, una svalutazione del 30%, provocherebbe un impatto sull'inflazione nazionale nell'ordine di circa il 7,5%. Tuttavia, questa riduzione del valore del debito non sarebbe priva di costi per i cittadini, in quanto, come raramente viene evidenziato, l'inflazione rappresenta una vera e propria imposta sui risparmiatori. Un aumento dei prezzi implica contestualmente una riduzione del valore reale del debito, il quale si ridurrebbe del 7,5% e avrebbe anche un effetto positivo sul PIL nominale, contribuendo ad una riduzione del rapporto debito/PIL. L'aumento dell'inflazione, però, così come per la svalutazione, costituisce una perdita netta per i possessori di titoli di debito pubblico” [Tortuga, 2018].

Riguardo il livello dei prezzi successivi ad una svalutazione della moneta nazionale, la seguente tabella (Figura 18) mostra come in diversi casi di svalutazione dal 2000 in poi, il livello dei prezzi sia sempre aumentato.

Paese	Anno della maxi svalutazione	Deprezzamento % cambio rispetto a \$ nell'anno t	Differenziale % di inflazione rispetto a Usa negli anni t e t+1
Argentina	2002	+211,2	+38,1
Argentina	2009	+18,1	+16,1
Argentina	2012	+10,1	+17,8
Australia	2003-04	+35,3	-0,6
Australia	2007	+11,4	+0,0
Australia	2010-11	+30,1	+1,1
Brasile	2001-02	+59,9	+24,9
Brasile	2012	+16,7	+8,5
Corea del Sud	2001	+14,1	+2,5
Corea del Sud	2008-09	+37,3	+5,3
Giappone	2001	+12,7	-6,0
India	2009	+11,1	+22,6
India	2012	+14,5	+18,7
Indonesia	2001	+22,0	+19,8
Messico	2003	+11,7	+4,3
Messico	2009	+21,1	+8,2
Russia	2009	+27,7	+9,7
Sudafrica	2001-02	+51,4	+14,5
Sudafrica	2008	+17,1	+15,7
Turchia	2001-02	+144,0	+167,4
Turchia	2009	+19,2	+14,3
Turchia	2011	+11,5	+10,3
UK	2009	+18,3	+4,1
Media		+35,9	17,8
Media senza Argentina 2002 e Turchia 2001-02		+22,4	+10,4

Figura 18. (Fonte Tortuga)

Oltre al livello dei prezzi è bene capire come i mercati possano reagire ad una svalutazione del debito ridenominato in una nuova valuta. Certamente, nel breve termine gli effetti non potranno essere positivi in quanto: “È... opportuno considerare che, uscendo dall'euro, i mercati avrebbero molta meno fiducia nel nostro Paese perché sarebbero consapevoli che la nostra nuova moneta potrebbe essere soggetta a frequenti

svalutazioni. Di conseguenza, essi comincerebbero a chiedere tassi d'interesse molto elevati e ciò renderebbe ancor meno solida la tenuta dei conti pubblici. In estrema ratio potremmo addirittura non riuscire a trovare investitori disposti a comprare il debito italiano per paura di nuove svalutazioni e ciò avrebbe conseguenze catastrofiche. Parte della spesa pubblica si regge sul rinnovo dei debiti in scadenza, con il rischio – in caso di mancato rinnovo – della cessazione di servizi essenziali oppure addirittura il blocco dell'erogazione di stipendi pubblici.

Oltre al timore per le svalutazioni della moneta, le diffidenze del mercato sarebbero anche causate dall'ammontare del nostro debito che, nel caso si verificasse lo scenario prima descritto, cioè un rapporto debito/PIL intorno al 150%, potrebbe portare gli investitori a percepire un elevato rischio di default. Ciò comporterebbe una drastica riduzione della domanda di titoli pubblici" [Tortuga, 2018].

Un'uscita disordinata dell'Italia dall'euro avrebbe dunque degli immediati effetti nei conti pubblici che si ripercuoterebbero sulla salute delle banche. In primis, la Banca d'Italia si troverebbe nella situazione di dover onorare un debito verso la BCE (problema tutt'oggi presente per il caso Brexit). Questo debito è scaturito dal così detto *Target 2*, nonché il sistema dei pagamenti interbancari che permette alle banche centrali dei paesi europei (come la banca d'Italia o la *Bundesbank* tedesca) lo scambio di risorse adeguate per il funzionamento del sistema finanziario nazionale. È fondamentale capire il suo meccanismo per cogliere il possibile problema nel settore bancario che potrebbe presentarsi sulla soglia di un'Italexit. Dopo il periodo di forte crisi tra il 2011 e il 2012, come precedentemente visto, sono state attuate delle manovre per recuperare la stabilità economica del paese ma si è comunque assistito ad un rientro degli investimenti in seguito a una riduzione del reddito nazionale. La manovra adottata dalla BCE, cioè il *Quantitative easing*, ha avuto due effetti sul *Target 2*. Il primo effetto verificatosi è stato un aumento delle passività della Banca d'Italia, dovuto al fatto che la BCE ha acquistato molti più titoli di stato Italiani e spagnoli rispetto a titoli statali di altri paesi. Il secondo effetto invece deriva da un eccesso di liquidità che è stata per lo più investita in titoli stranieri. Le passività nette, come mostra la figura (19), ammonterebbero a circa 500 miliardi. Tale debito dovrebbe necessariamente essere estinto nel caso di un'uscita dall'unione Europea ed è impensabile che la banca d'Italia possa riuscire ad onorare tale debito.

Per quanto riguarda gli istituti di credito privati, invece, lo scompiglio di un'uscita disordinata dalla comunità europea porterebbe delle conseguenze come ad esempio la svalutazione patrimoniale dei risparmiatori. Infatti, le banche private detengono un gran numero di titoli di Stato nazionali e se il tasso di interesse sui titoli dovesse aumentare, il loro valore si ridurrebbe. L'attivo delle banche, così facendo, diminuirebbe e si potrebbe correre il rischio di non riuscire a finanziare i passivi tramite gli attivi, culminando il tutto in una crisi di liquidità. La soluzione sarebbe un intervento statale di ricapitalizzazione, il quale però, costerebbe diversi miliardi, portando così il debito pubblico verso livelli di insostenibilità sempre più alti e

un allontanamento degli investitori. Si verificherebbe così quello che viene definito *credit crunch*⁸ causando ingenti danni al Prodotto Interno Lordo.

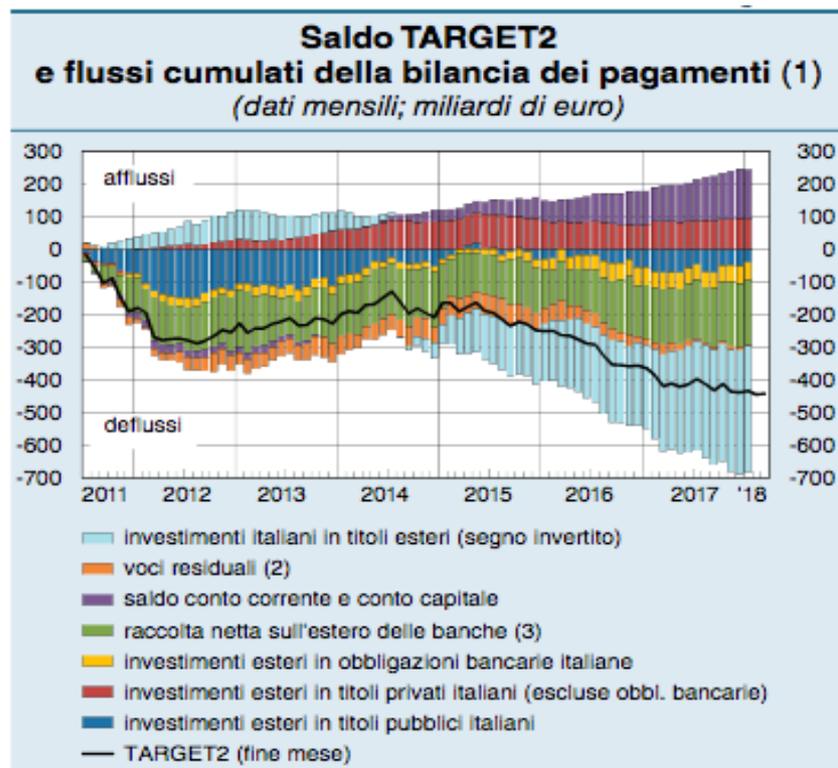


Figura 19. Bollettino economico n.2 / 2018 (Fonte Banca d'Italia).

Gli effetti di un abbandono della moneta unica sui conti pubblici sarebbero ingenti e avrebbero ripercussioni rispetto alla salute delle banche, delle imprese e dei risparmiatori. Lo stock di debito italiano, già di per sé molto alto, non potrebbe che aumentare di pari passo allo scetticismo degli investitori, colpendo così la nostra spesa pubblica e di conseguenza salari e pensioni. Le banche rischierebbero di fallire e di concedere così poco credito alle imprese e la svalutazione della moneta porterebbe un aumento del livello dei prezzi riducendo i risparmi dei cittadini.

Il vero risultato positivo si potrebbe ottenere da un aumento delle esportazioni ma non è detto che riescano a compensare il quadro poco rassicurante appena descritto.

Passiamo ora ad analizzare l'ultimo dei quattro fattori presi in considerazione nell'ipotetico caso di ridenominazione della valuta europea, cioè il *Welfare*. Un peggioramento dei conti pubblici a seguito di un'uscita dalla comunità europea porterebbe con sé delle difficoltà per il finanziamento della spesa pubblica, intaccando così dei settori che sono di primaria importanza: si pensi alla sanità, alle pensioni e agli stipendi statali (in particolare per quest'ultimo, nel capitolo 2.4 sono stati trattati alcuni esempi di quelle categorie,

⁸ Il *Credit crunch*, ovvero stretta creditizia, si verifica quando le banche limitano l'accesso al credito a causa di una potenziale crisi di liquidità bancaria, per scelte strategiche, interventi delle autorità monetarie o mancanza di fiducia. In altre parole, si limita o si rifiuta la concessione di credito in particolare alle imprese, aumentando il tasso d'interesse o irrigidendo i criteri di valutazione del possibile debitore.

penalizzate da politiche di taglio a causa di problemi coi conti pubblici). Un ulteriore effetto sarebbe quello inflazionistico causato dalla svalutazione della nuova moneta, portando ad una riduzione della ricchezza reale dei cittadini. Infine, dal punto di vista del debito, se si promuovessero politiche in deficit incentrate sul *Welfare*, si indurrebbero gli investitori ad avere minor fiducia nella nostra economia, con un conseguente aumento degli interessi sul debito pubblico, causando sofferenze nel sistema bancario privato (che come visto precedentemente detiene molti BTP) e si andrebbe incontro, proprio per evitare un rischio di insolvenza finanziaria, ad una politica di recupero sul debito mediante tagli alla spesa ed aumenti della pressione fiscale. Si avrebbe un rallentamento dell'economia e una restrizione del credito concesso dalle banche verso le imprese e verso le famiglie, verso cui la concessione di un mutuo diventerebbe molto oneroso a causa del *Credit crunch*. Mancherebbero così due componenti essenziali per il tasso di crescita, vale a dire i consumi e gli investimenti, portando ad una contrazione dell'economia italiana e un aumento della disoccupazione. Dal punto di vista del welfare nel caso di una svalutazione della moneta, ciò che potrebbe fare la differenza sarebbero le esportazioni, ma anche in questo caso, non è detto che risultati positivi nella bilancia commerciale riescano a coprire i dissesti dei conti pubblici e il peggioramento dei vari settori ad esso correlati.

L'uscita dell'Italia dalla moneta unica potrebbe essere un salto nel buio alla luce di quanto è stato delineato, con la consapevolezza che il motore trainante di una nuova economia incentrata sulla svalutazione, possano essere principalmente le esportazioni nel breve periodo ma il fantasma italiano del debito pubblico è un grosso scotto che l'Italia si trova e si troverebbe a fronteggiare. Ciò fa sì che l'Italia, nella situazione attuale, non è in grado di poter affrontare da sola un nuovo percorso con una propria moneta, in quanto il tessuto economico è pressoché invariato da 30 anni, la fiducia degli investitori vacilla da periodo a periodo e i conti pubblici pesano come macigni nelle tasche dello stato e dei cittadini. Il welfare dunque risentirebbe di tutto ciò, aumentando le differenze di classe e rischiando di non poter garantire le adeguate misure per quelle fasce sociali più a rischio. “I partiti e movimenti politici con le posizioni maggiormente ambigue riguardo all'euro sono gli stessi che spingono per incrementare la protezione sociale. Paradossalmente, però, come abbiamo visto, un'uscita dall'Unione Monetaria Europea metterebbe a serio rischio le finanze pubbliche italiane, potenzialmente obbligando ad attuare politiche di austerità, per la quale viene sempre aspramente criticata l'Unione Europea. I perdenti di queste politiche sarebbero molto probabilmente le fasce meno abbienti della popolazione, che invece necessiterebbero di una rete di protezione sociale e di welfare efficace che, con i limiti imposti dai bilanci pubblici italiani, sarebbe di difficile implementazione. Il costo politico di una diminuzione consistente della spesa sociale è estremamente alto, ma in caso di un'uscita dalla moneta unica l'Italia potrebbe non avere molte altre strade, se non politiche volte alla diminuzione del rapporto debito pubblico-PIL (in un contesto molto più complesso e ostico rispetto a quello che prevede con la permanenza nell'eurozona). La tentazione di dichiarare default e non ripagare parte del debito pubblico, evento epocale per un Paese europeo, potrebbe essere notevole, ma metterebbe in moto tutta un'altra serie di

meccanismi estremamente pericolosi che è improbabile renderebbero il nostro Paese più ricco e più equo” [Tortuga, 2018].

4.3 Le conseguenze finanziarie dell’uscita dall’Euro: Il caso francese

La Francia è una delle nazioni fondatrici dell’Unione Europea, con un’economia molto solida e un quadro politico ed economico più solido rispetto all’Italia. Nonostante ciò, anche in territorio francese i movimenti anti euro non sono mancati, uno tra tutti è il “*Front National*”, partito sovranista e nazionalista, che mira alla rottura della valuta unica e alla conseguente uscita dalla Francia dalla comunità europea. Bisogna dire che nel corso di questi ultimi anni le cose sono notevolmente cambiate: inizialmente la possibilità di un’uscita dall’euro era vista per quei paesi periferici europei che avevano delle forti crisi finanziarie (ad esempio, la Grecia) mentre oggi, viene vista come una scelta politica per riacquistare la propria sovranità. Per i grandi paesi come la Francia tutto ciò era impensabile, eppure oggi alla luce del consenso elettorale ottenuto nelle ultime elezioni europee, siamo qui a discutere dei possibili scenari che potrebbero presentarsi alla Francia qualora scelga di uscire dall’Euro: ciò viene definito *Frexit*. È opportuno premettere che il rischio di ridenominazione per la Francia è altamente improbabile, in quanto il sistema francese è perfettamente integrato nel sistema finanziario europeo ma non è detto che ciò non potrà accadere negli anni a venire. Se la Francia decidesse di tornare ad una moneta nazionale, il debito pubblico verrebbe liquidato con una nuova o vecchia valuta, deprezzata nei confronti dell’Euro. Anche in questo, come per l’Italia, i movimenti sovranisti spingono sul fatto che una svalutazione possa portare a dei risultati estremamente positivi in quanto la Francia, come del resto anche l’Italia, sono paesi che esportano svariati e molteplici prodotti nazionali. In questo capitolo, vedremo i costi di questa ipotetica uscita e in particolare, seguendo il documento di *David AMIEL e Paul-Adrien HYPPOLITE, “IS THERE AN EASY WAY OUT? PRIVATE MARKETABLE DEBT AND ITS IMPLICATIONS FOR A EURO BREAKUP: THE CASE OF FRANCE”* (2015-02), vedremo come un’uscita dall’Euro non possa rapidamente riportare il paese che ha compiuto tale scelta alla situazione in cui si trovava prima dell’entrata nell’Unione Europea. Per questa ricerca, la costruzione del *database* è avvenuta attraverso un terminale di *Bloomberg*, identificando 62 società francesi, di cui 14 società finanziarie e 48 non finanziarie, comprese tre società affiliate non francesi ovvero *HSBC France, Dexia Crédit Loca e Numéricable*. La ratio di questa ricerca è quella di effettuare un’analisi aziendale per valutare il rischio di uscita dall’Euro; in particolare, la valutazione verte sull’impatto aziendale, trattando i titoli di debito emessi in circolazione da imprese consociate estere analogamente a quelli emessi dalla sede madre dell’impresa (si considera quindi la nazionalità piuttosto che la residenza dell’emittente). Inoltre, si evidenziano quei titoli di debito dove possa coesistere o meno l’applicazione delle leggi giuridiche nel quadro della ridenominazione. I risultati sono presenti in figura 20.

Come mostra la tabella, nel dato riportato come *Debt securities under N/A law*, (ciò sta a significare non disponibili), il 29% di tutti i titoli di debito per i quali la legge sul tema della ridenominazione è applicabile, non è disponibile. Il vero problema è infatti dove la legge può essere applicata, in quanto non è prevista dai trattati comunitari europei una ridenominazione della valuta. La percentuale dei titoli di debito denominati in Euro non soggetti all'applicabilità della legislazione sul totale del debito negoziabile può significativamente variare tra le imprese.

	Total private sector (amount outstanding in €bn)	% of total
Debt securities under foreign law	480,5	37%
of which in EUR	272,7	21%
of which in foreign currencies	207,8	16%
Debt securities under French law	441,5	34%
of which in EUR	389,6	30%
of which in foreign currencies	51,9	4%
Debt securities under N/A law	376,6	29%
of which in EUR	279,2	22%
of which in foreign currencies	97,4	8%
Debt securities to be redenominated	389,6	30%

Figura 20. (Fonte *Bloomberg*)

In particolare, tra lo 0% per 29 imprese e superiore al 50% per *Société Générale* o *HSBC* fino al 50%, mentre per l'impresa *Thales* l'applicabilità è del 100%. Tutto ciò sta ad indicare che maggiore è la società finanziaria, meno possibilità esistono che i titoli di debito possano subire una ridenominazione con una nuova valuta, il che porta ad una minore possibilità di trattabilità dei titoli di debito emessi dalle società finanziarie. Di conseguenza l'importanza dei titoli di debito denominati in Euro senza possibilità di applicazione legislativa, portano a considerare tre ipotetici scenari: il primo è uno scenario positivo, in cui tutti i titoli di debito con legislazione francese non applicabile non sono soggetti al diritto francese; il secondo è quello in cui la metà di questi titoli è in parte di diritto francese e in parte straniera; come terzo scenario, invece, tutti i titoli soggetti a legislazione non applicabile sono di diritto straniero. Se la Francia decidesse di uscire dall'Euro zona, il risultato sarebbe prossimo al terzo scenario qui ipotizzato in quanto solo il 30 % dei titoli di debito privati delle principali società francesi verrebbe ridenominato. Data la relazione tra l'emissione sui mercati primari esteri e il diritto applicabile all'estero, è ragionevole ritenere che l'ipotesi *Frexit* possa arrecare grosse problematiche per le imprese francesi in quanto la nuova valuta non sarebbe accettata (perché giuridicamente non applicabile come mezzo di pagamento) nella maggioranza dei casi.

In un articolo ampiamente diffuso, scritto da J. Nordvig e N. FIROOZY (2012) si dice che la Francia potrebbe beneficiare di una svalutazione della valuta a seguito di un cambio della moneta senza subire significativamente effetti negativi sui bilanci. Dalle analisi qui spiegate invece, risulta il contrario: "According to our database and the careful analysis of the French private marketable debt, these

conclusions may be all the more controversial that Nordvig-Firoozye might largely overestimate the percentage of outstanding debt securities under domestic (i.e. French) law.” [Amiel, 2015]

Le conclusioni avanzate sugli effetti positivi di una ridenominazione e di un’uscita dalla moneta unica, sembrano controverse e sopravvalutate secondo i risultati forniti dal database. L’antitesi infatti che viene posta è che la percentuale di titoli di debito sono sovrastimati rispetto a quelli che in realtà vengono contemplati dal diritto francese. Di seguito, in figura 21, sono riportati i dati relativi al settore privato francese redatti da *J. Nordvig, N. Firoozye*.

	Total private sector (amount outstanding in €bn)	% of total
Debt securities under foreign law	494	33%
of which in EUR	324	22%
of which in foreign currencies	170	11%
Debt securities under French law	925	61%
of which in EUR	895	59%
of which in foreign currencies	30	2%
Debt securities under N/A law	87	6%
of which in EUR	44	3%
of which in foreign currencies	43	3%
Debt securities to be redenominated	895	59%

Figura 21. Ripensare l’unione monetaria europea. (fonte *J. Nordvig, N. Firoozye, 2012*).

Rispetto alla tabella in figura 20, i dati qui riportati sono notevolmente diversi. Infatti, secondo i dati calcolati precedentemente, soltanto il 30% dei titoli di debito del campione potrebbero essere ridenominati in caso di uscita dall’euro zona della Francia, mentre in questa tabella risulta il 59%. Lo scarto è notevole dato che il 30% corrisponde a 1299 miliardi di euro, mentre il 59% equivale a circa 1506 miliardi di euro. Ciò dà una chiave di lettura opposta del fenomeno di ridenominazione, in quanto potrebbero esserci degli effetti negativi dal punto di vista patrimoniale.

Il settore bancario francese è notevolmente esposto alle passività denominate in valuta estera e l’uscita dall’area euro potrebbe portare ad una contrazione del credito bancario (come per il caso *italexit*), e di conseguenza un calo di investimenti e di consumi nell’economia reale. I seguenti dati, presentati in figura 22 e 23, mostrano come alcune società finanziarie e non possano subire un effetto negativo, detto “meccanico” sui loro indici di copertura del debito. Da un lato ciò è conseguente alla ridenominazione di parte dei titoli di debito, dall’altro la causa è l’apprezzamento della vendita o dei ricavi realizzati all’estero a seguito della svalutazione della nuova moneta. Le ipotesi sono del 20%, del 35 e del 50% di svalutazione della nuova ipotetica valuta nei confronti dell’euro.

	Debt coverage ratio (DCR)	20% devaluation DCR	35% devaluation DCR	50% devaluation DCR
Numericable	5,3%	4,3%	3,5%	2,7%
Unibail-Rodamco	11,3%	10,3%	9,5%	8,8%
Renault	12,8%	12,5%	12,2%	12,0%
Veolia	17,9%	17,3%	16,9%	16,3%
PSA	22,3%	22,0%	21,8%	21,6%
EDF	24,2%	22,6%	21,2%	19,7%
SNCF	28,8%	23,1%	18,7%	14,4%
Wendel	30,1%	29,9%	29,7%	29,5%
Lafarge	31,7%	31,3%	30,9%	30,6%
ADP	35,0%	34,0%	32,9%	31,2%
Arcelor-Mittal	36,7%	36,2%	35,9%	35,6%
Carrefour	39,4%	35,7%	33,0%	30,3%
Orange	39,5%	35,1%	31,7%	28,3%
Saint-Gobain	47,9%	46,6%	45,5%	44,5%
Sodexo	61,8%	60,0%	58,6%	57,2%
TOTAL	93,5%	89,2%	86,0%	82,8%
Thales	101,1%	95,2%	90,8%	86,3%
Airbus	119,6%	117,7%	116,3%	114,9%
Bolloré	184,0%	179,6%	175,8%	171,6%

Figura 22. Boursorama, report annuale (Fonte Bloomberg).

	Debt coverage ratio (DCR)	20% devaluation DCR	35% devaluation DCR	50% devaluation DCR
Société Générale	2,7%	2,5%	2,4%	2,2%
Crédit Agricole	3,0%	2,9%	2,8%	2,7%
HSBC France	4,3%	3,7%	3,2%	2,7%
CIC-CM	5,4%	4,9%	4,5%	4,1%
BPCE	5,9%	5,5%	5,1%	4,6%
Exane	6,3%	5,6%	5,0%	4,3%
BNP Paribas	8,1%	7,8%	7,6%	7,3%
Banque Postale	20,2%	18,8%	17,4%	15,6%
Scor	42,5%	42,1%	41,7%	41,3%
Caisse des dépôts (CDC)	58,3%	53,7%	49,2%	43,4%
AXA	121,5%	120,4%	119,5%	118,5%

Figura 23. Boursorama, report annuale (Fonte Bloomberg).

Un ulteriore interrogativo da porsi è il costo finanziario da sostenere per il settore privato nel caso di un'uscita dalla moneta unica. Più precisamente, bisogna capire quanto costerebbe il mantenimento dei servizi di copertura del debito delle società colpite negativamente dalla svalutazione. Tuttavia, alcune società registrerebbero un aumento dei loro indici di copertura del servizio di debito e ciò è presente nella tabella 24. Nonostante ciò, gli effetti negativi su diverse imprese e gruppi bancari provocherebbero esternalità per quelle stesse imprese con risultati positivi, danneggiando l'intera economia del paese. In altre parole, il costo reale al livello finanziario dell'uscita della Francia dall'euro, equivale al costo della salvaguardia delle imprese negativamente colpite.

	Cost of exit (20% devaluation)	Cost of exit (35% devaluation)	Cost of exit (50% devaluation)
SNCF	980 000 000€	2 110 769 231€	3 920 000 000€
Numericable	211 050 000€	454 569 231€	844 200 000€
ADP	265 586 104€	572 031 608€	1 062 344 414€
Orange	2 613 413 587€	5 628 890 803€	10 453 654 348€
Unibail-Rodamco	248 418 365€	535 054 940€	993 673 461€
Carrefour	587 146 885€	1 264 624 059€	2 348 587 538€
Veolia	230 037 068€	495 464 454€	920 148 272€
EDF	2 011 065 979€	4 331 526 723€	8 044 263 914€
Thales	144 485 716€	311 200 003€	577 942 863€
PSA	188 250 574€	405 462 774€	753 002 294€
Wendel	91 480 893€	197 035 770€	365 923 572€
TOTAL	2 360 631 425€	5 084 436 916€	9 442 525 701€
Saint-Gobain	300 335 276€	646 875 980€	1 201 341 105€
Bolloré	53 360 754€	114 930 855€	213 443 017€
Sodexo	64 260 000€	138 406 154€	257 040 000€
Michelin	116 683 369€	251 318 026€	466 733 477€
Airbus	125 114 545€	269 477 482€	500 458 181€
Lafarge	75 999 000€	163 690 154€	303 996 000€
Sanofi	256 161 866€	551 733 249€	1 024 647 462€
Arcelor-Mittal	108 486 000€	233 662 154€	433 944 000€
<i>All non-financial corporations</i>	<i>11 031 967 405€</i>	<i>23 761 160 565€</i>	<i>44 127 869 621€</i>
HSBC France	96 077 263€	206 935 642€	323 110 575€
Banque Postale	153 877 159€	331 427 726€	615 508 634€
CIC-CM	844 022 995€	1 817 895 681€	3 376 091 980€
BPCE	1 289 647 077€	2 777 701 396€	5 158 588 307€
CIF	1 431 903€	3 084 099€	5 727 612€
Caisse des dépôts (CDC)	472 422 040€	1 017 524 393€	1 889 688 158€
Crédit Agricole	523 169 687€	1 126 827 018€	2 092 678 749€
Société Générale	612 979 962€	1 320 264 534€	2 451 919 849€
BNP Paribas	1 104 288 732€	2 378 468 038€	4 417 154 928€
Exane	4 149 836€	8 938 108€	16 599 343€
AXA	1 391 478 325€	2 997 030 239€	5 565 913 300€
Scor	3 512 262€	7 564 872€	14 049 048€
<i>All financial corporations</i>	<i>6 497 057 240€</i>	<i>13 993 661 747€</i>	<i>25 927 030 484€</i>
All companies	17 529 024 645€	37 754 822 312€	70 054 900 104€

Figura 24. *Boursorama*, report annuale, calcoli propri (Fonte *Bloomberg*)

Come si evince dalla tabella, il costo finanziario nel breve termine risulterebbe molto elevato qualora le autorità decidessero di coprire le perdite attese sulle imprese maggiormente esposte cercando così di evitare una forte contrazione dell'economia, causata da problemi di solvibilità, liquidità e di prestito delle banche e delle imprese. La soluzione per lo stato francese sarebbe quello di iniettare all'interno del sistema economico grandi quantità di moneta alle compagnie maggiormente esposte. Il costo di questo trasferimento, è legato alla svalutazione della nuova moneta rispetto all'euro. Il nuovo "Franco" potrebbe avere diverse svalutazioni prima di ricalibrare il suo valore di equilibrio, che equivale a circa il 15-25% (ma prima di ciò potrebbe variare dal 30 al 50%). Nel caso dunque di superamento a breve termine del tasso di cambio, il trasferimento ammonterebbe a circa 70 miliardi di euro. Lo stato potrebbe richiedere delle imposte per quelle imprese non colpite dalle svalutazioni, ma potrebbe risultare di difficile attuazione politica, tecnica e giuridica.

Alla luce di quanto è stato delineato dai dati riscontrati per la Francia, un'uscita dall'euro nel breve periodo non gioverebbe affatto all'economia francese, danneggiando notevolmente le aziende private e gli istituti di credito, soprattutto dal punto di vista dei bilanci per svariate società. Il vero problema sta alla base del diritto, in quanto le società private finanziano le proprie attività emettendo titoli di debito aventi diritto estero, tramite le loro sedi centrali o consociate all'estero, con scarse attività produttive. Per tanto, i bilanci presentano dei disallineamenti e la ridenominazione causa di una nuova valuta, potrebbe portare l'economia francese a dei risultati estremamente lontani rispetto a quelli odierni all'interno dell'unione europea. Il rischio di una possibile "Frexit" però, esiste realmente, anche se meno avvertito dai mercati rispetto a quello italiano. La realtà dei fatti è che al giorno d'oggi la solidità della comunità europea vacilla e dilaga un populismo anti europeista dai paesi più periferici e meno produttivi, fino ai paesi cardine dell'Unione Europea.

CONCLUSIONI

Lo scopo di questo studio è stato quello di analizzare le dinamiche economiche dei paesi dell'eurozona e il funzionamento del debito pubblico, sulla scia di un peggioramento generale degli indicatori macroeconomici europei. In particolare, ciò che risalta in questo elaborato è il rischio che i potenziali paesi maggiormente colpiti dalla crisi del debito sovrano come l'Italia, possano avviare delle politiche di uscita dall'Unione Europea, concretizzando il tutto attraverso una svalutazione della moneta e ridenominando il proprio debito pubblico in una nuova valuta. Per quanto l'ipotesi di una ridenominazione del debito sia l'oggetto principale di questa tesi, la sua attuazione al momento è piuttosto improbabile ma occorre comunque analizzare questo fenomeno e rendersi consapevoli che in un futuro non troppo lontano, causa l'avanzamento politico dei partiti sovranisti, ciò potrebbe verificarsi, cambiando la storia della comunità europea per come la conosciamo. Le analisi affrontate, sono principalmente di due tipi: empiriche, in quanto gli avvenimenti del 2011-2012 hanno fornito un quadro ben preciso dell'andamento degli spread e dei mercati, fornendo le corrette intuizioni nel caso si dovesse nuovamente verificare tale situazione; scientifiche, sia legate a dati verificati che spiegano l'andamento del mercato dei CDS e il funzionamento interno dei premi *swap* rispetto al rischio di ridenominazione, sia all'andamento analitico degli spread ma anche alla correlazione che vi è tra valute estere e fiscalità. Infine i dati ci forniscono un quadro generale, sempre ipotetico, riguardo i possibili effetti che un cambio di valuta porterebbe sui principali indicatori fondamentali economici quali Pil, bilancia commerciale, occupazione, welfare, settore bancario e imprese private.

La paura che l'Italia sia la prossima Grecia è il motivo per cui i mercati e gli investitori vedono il rischio di un'*Italexit* sempre meno irreali. La vera preoccupazione verso l'Italia non è tanto l'insolvibilità verso i creditori che finanziano il debito pubblico ma è piuttosto la vacillante situazione politica che rende il nostro paese sempre meno credibile e meno solido. Per quanto riguarda i dati sugli indicatori economici, i risultati accentuano la preoccupazione verso le finanze italiane nel caso di un'uscita dall'unione europea. Nonostante la svalutazione della nuova "Lira" nei confronti dell'euro favorirebbe le esportazioni innalzando il livello di competitività di mercato dell'Italia, le ripercussioni sul debito e sui conti pubblici, causerebbero forti rischi a livello bancario, sia per la Banca d'Italia, in relazione ad esempio al saldo del *Target 2*, sia per i privati, che si troverebbero con dei titoli in portafoglio con un elevato rendimento e rischierebbero delle crisi di liquidità o di fiducia, con conseguenze verso i consumi e gli investimenti delle imprese, che vedrebbero negato un accesso al credito. Gli scenari di un'ipotetica ridenominazione del debito non si presentano dunque come positivi e l'Italia potrebbe seriamente correre il rischio di un *default*, danneggiando in primis quelle fasce di popolazione meno abbienti. Il rischio di ridenominazione dunque, è un fenomeno non ancora verificatosi, ma i vari studi della banca centrale come ad esempio le misure del rischio, o i documenti stilati da diversi ed importanti economisti sull'impatto economico e sociale che si verificherebbe posteriormente alla ridenominazione, ne attestano la sua esistenza. La conclusione più adatta, a mio dire, è quella relativa ad un recupero di fiducia verso i mercati. L'obiettivo principale per l'Italia è quello di ridurre il proprio debito

pubblico e uniformarsi a quello dei paesi dell'eurozona, rendendolo sempre più sostenibile e abbassando così i rendimenti dei titoli di stato. L'Italia potrebbe cogliere ciò come un risparmio per le proprie finanze, investendolo così in politiche incentrate verso il consumo e gli investimenti. Il bisogno primario è quello di tornare a crescere a ritmi più elevati, ripristinando così quel benessere sociale che appartiene all'Italia. Gli scenari di oggi, sono estremamente differenti rispetto a quelli di 30 anni fa, e la globalizzazione ha mutato per sempre anche l'economia. Non credo che politiche di isolazionismo possano giovare a paesi come l'Italia, il quale tessuto economico è rimasto pressoché invariato nel corso di questi decenni. Al contrario infatti, l'Italia, quale paese fondatore dell'Unione Europea, dovrebbe spingere verso un'economia incentrata su un maggior coordinamento tra i paesi dell'eurozona. È innegabile infatti che la situazione economica e soprattutto politica presente nel vecchio continente, non sia da attribuire a mancate politiche europee di coordinamento e di maggior sostegno tra i paesi. Politiche incentrate verso una continuazione più solidale del progetto europeo, rafforzerebbero paesi come l'Italia che beneficerebbe di tutto ciò con la diminuzione del debito pubblico e inoltre, proprio per il legame economico indissolubile che lega i paesi europei, l'intera zona euro vedrebbe dei notevoli miglioramenti degli indicatori macroeconomici, portando così i movimenti sovranisti verso una drastica riduzione di consensi, un ritorno a ritmi di crescita elevati e ipotesi di uscita dalla comunità europea sempre più improbabili.

BIBLIOGRAFIA

Amiel D, Hyppolite P A, “Is there an easy way out? private marketable debt and its implications for a euro breakup: the case of France”, *Cahier de Recherche*, 2015.

Borsa italiana, “Credit default swap”, Glossario Finanziario.
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/credit-default-swap.html>

Teleborsa, “Eurozona, le previsioni confermano un rallentamento dell’economia nel 2019”, 08 Gennaio 2019.

<https://www.teleborsa.it/News/2019/01/08/eurozona-le-previsioni-confermano-un-rallentamento-dell-economia-nel-2019-27.html#.XXfKh5MzYW0>

CONSOB, “Crisi del debito sovrano 2010-2011”.

<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

De Santis R A, “A measure of redenomination risk”, *ECB Working Paper 1785*, April 2015.

Di Gaspare G, “Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche”, *Cedam*, Padova, 2012, in part. pp 234 – 235.

Farina F, “Le sliding doors della governance macroeconomica: dalla sostenibilità del debito pubblico alla sostenibilità della crescita”, *Eticaeconomia*, 1 Aprile 2019.

<https://www.eticaeconomia.it/le-sliding-doors-della-governance-macroeconomica-dalla-sostenibilita-del-debito-pubblico-alla-sostenibilita-della-crescita/>

Franceschi A, “Dal piano B di Savona ai mini-Bot, quanto ci costa il fantasma Italexit”, *Sole 24 ore*, 12 Giugno 2019.

<https://www.ilsole24ore.com/art/dal-piano-b-savona-mini-bot-quanto-ci-costa-l-ambiguita-sull-euro-ACjYfaP>

Gros D, “Italian risk spreads: Fiscal versus redenomination risk”, *Vox*, 29 Agosto 2018.

<https://voxeu.org/article/italian-risk-spreads-fiscal-versus-redenomination-risk>

Gros D, “How to exit the euro in nutshell – ‘Il piano Savona’”, *CEPS Commentary*, 2018.

<https://www.ceps.eu/ceps-publications/how-exit-euro-nutshell-il-piano-savona/>

ISDA, “*Credit Derivatives Definitions & Standard Reference Obligations*”, August 21 2014.

<https://www.isda.org/2014/06/30/2014-credit-derivatives-definitions-standard-reference-obligations-faq/>

Kriwoluzky A, Muller G and Wolf M, “Exit expectations in currency unions”, *University of Bonn, mimeo*.

Ma A, "Italexit cosa succederebbe se uscissimo dall'Euro", *Sole 24 ore*, 13 Febbraio 2019.
<https://www.ilsole24ore.com/art/italexit-cosa-succederebbe-se-uscissimo-dall-euro--AB0MXHTB>

Minenna M, "CDS markets signal rising fear of euro breakup", *Financial Times Alphaville*, 6 March 2017.
<https://ftalphaville.ft.com/2017/03/06/2185614/guest-post-cds-markets-signal-rising-fear-of-euro-breakup>

Piketty T, "Il capitale del 21 secolo", *Bompiani*, 2014.

Tortuga, "Scenari di un'Italia senza euro: Il post-Italexit", 2018.

ABSTRACT

Italy, one of the key countries of the European Union, has been experiencing political and economic turbulence in its public finances for several years. With the rise of populist movements and anti-euro sovereigntists, the ghost of 'Italexit is present today more than ever in the collective imagination and markets. The weight of the Italian public debt, one of the highest in the world, weighs on the economy of our country, inducing the hypothesis of the risk of re-denominating the euro in a new "Lira".

The scenario described in this paper focuses on the market's behaviour towards this risk and the possible macroeconomic and financial consequences should it really occur. The issue addressed is extremely important and topical, as the soundness of the Italian public accounts and the confidence of investors wavers in relation to Italy, which is slowly losing its important role as the driving economy of the European Union. The perception of the risk of re-denomination by the market is real, and the data of 2018 confirm it, emphasizing clearly what the theme market is or is not by Italy. The Italian economic fundamentals are solid and the data on the Italian savings are confirmed among the highest in the world. One of the richest countries in Europe, such as Italy, currently has an unlikely risk of insolvency. The real fear of the markets is the possibility of a 'exit from the Euro by our country and the evolution of the prices of CDS shows.

From the crisis of the subprime mortgages to the crisis of the sovereign debts, through historical excursus, scientific data and European concrete cases, we will analyse the risk of restatement and its possible effects on the Italian economy.

In the first chapter, the focus will be on the current European economic situation, the main factors that revolve around public debt and the risk of re-denomination, concluding with a narrative of previous events, triggered and subsequent to the sovereign debt crisis between 2011 and 2012.

The second chapter, following on from the first, will deal from a more technical point of view with the risk of re-denomination, the investor behaviour towards risk, the scientific methods for its measurement and in conclusion, the externalities that the public debt has brought to today's society, amplifying its division and eroding the entire wealth of the bourgeois class.

The third chapter will focus again on additional technical aspects to measure the risk of revaluation, in particular through the system of foreign currencies and the fiscal impact, analysing also the turbulence of the markets and the swing trend of the public debt and the spread related to the political and economic events between 2011 and 2018.

The fourth and final chapter, instead, will see concrete analyses on a hypothetical exit from the European community by Italy and France, describing the impact on public accounts, employment, the banking system, on welfare and in private companies. In particular, for the latter indicator, the French economy was looked at. France is one of the founding nations of the European Union, with a very solid economy and a more solid political and economic framework than Italy. In spite of this, there has also been a lack of anti-euro movements on French territory, one of which is the "Front National", a supranational and nationalist party,

which aims to break the single currency and exit France from the European Community. It has to be said that in recent years, things have changed considerably; initially the possibility of an exit from the euro was seen for those European peripheral countries that had severe financial crises (for example, Greece) whereas today, it is seen as a political choice to regain its sovereignty. For large countries like France, this was unthinkable, yet today, in the light of the electoral consensus obtained in the last European elections, we are here to discuss the possible scenarios in which France chooses to exit the Euro; This is called Frexit. The risk of a possible “Frexit”, it really exists, even if less felt by the markets than the Italian one. The reality is that today the solidity of the European community is wavering and spreading anti-Europeanism populism from the most peripheral and least productive countries to the pivotal countries of the European Union.

In general, the aim of this study was to analyse the economic dynamics of the euro-zone countries and the functioning of public debt, in the wake of a general worsening of European macroeconomic indicators. In particular, what stands out in this paper is the risk that potential countries most affected by the sovereign debt crisis such as Italy, may initiate policies of exit from the European Union, by devaluing the currency and renaming its public debt into a new currency. Although the assumption of a debt rescheduling is the main subject of this thesis, its implementation at the moment is rather unlikely but it is necessary to analyse this phenomenon and to be aware that in the not too distant future, due to the political progress of the supranational parties, this could happen, changing the history of the European Community as we know it. The analyses addressed are mainly of two types: empirical, since the events of 2011-2012 provided a very precise picture of the trend of spreads and markets, providing the correct intuition in the event of such a situation occurring again; scientific, and linked to verified data explaining the development of the CDS market and the internal functioning of the swap premiums against the risk of revaluation, both to the analytical trend of spreads but also to the correlation between foreign currencies and taxation. Finally, the data provide us with a general, always hypothetical, picture of the possible effects that a change of currency would have on key economic indicators such as GDP, trade balance, employment, welfare, banking and private enterprises. The fear that Italy is the next Greece is the reason why markets and investors see the risk of an Italexit less and less unreal. The real concern about Italy is not so much the insolvency of creditors who finance the public debt but rather the faltering political situation that makes our country less and less credible and less solid. With regard to the data on economic indicators, the results accentuate the concern for Italian finances in the event of an exit from the European Union. Despite the devaluation of the new “Lira” against the euro would favour exports by increasing the level of market competitiveness of Italy, the repercussions on debt and public accounts, would cause serious risks at the banking level, both for the Banca d' Italia, for example in relation to the balance of TARGET 2, both for private individuals, who would be faced with portfolios with high yields and would risk liquidity or confidence crises, with consequences for business consumption and investment, who would be denied access to credit. The scenarios of a hypothetical debt rescheduling are therefore not positive and Italy could seriously run the risk of default, primarily damaging those less well-off sections of the population. The risk of revaluation, therefore, has not yet

occurred, but the various studies of the central bank such as risk measures, or the documents drawn up by several important economists on the economic and social impact that would occur after the renaming, attest to its existence. The most appropriate conclusion, in my view, is that of restoring confidence in the markets. During the Italian turbulence of a political nature, the Italian BTPs react negatively and it is clear that a country like Italy, often suffers these fluctuations in the negative given the continuous difficulties in the context of political stability. The rediscovery of the stability of governing parties is very important because politics has a major impact on markets and on investor confidence. The main objective for Italy is to reduce its debt public and align with that of the countries of the Eurozone, making it more and more sustainable and thus lowering the yields of government bonds. Italy could see this as a saving for its finances, thus investing it in policies focused on consumption and investment. The primary need is to return to growing at higher rates, thus restoring the social well-being that belongs to Italy. Today's scenarios are extremely different from those of 30 years ago, and globalization has changed the economy forever. The sovereign debt crisis, which erupted around 2010, following the financial crisis of 2008, has reshaped both economic and political thinking, leading also to a greater emphasis on isolationism and anti-Europeanism (particularly economic) as a consequence of the events following these events. Political thought, now more than ever, points the finger at the old economic policies and looks towards new anti-euro financial manoeuvres aimed at overcoming this condition on which Italy and other European countries find themselves. The sovereign debt crisis is therefore one of the main conditions triggering the political and economic turmoil faced by Europe, whose cohesion and understanding of cultural diversity still cannot be seen intrinsic, but above all economic, which sees two different Europe from each other.

I do not believe that policies of isolationism can benefit countries such as Italy, whose economic fabric has remained almost unchanged during these decades. On the contrary, Italy, as a founding country of the European Union, should push towards an economy centred on greater coordination between the countries of the Eurozone. It is undeniable that the economic and, above all, the political situation in the old continent is not due to a lack of European policies of coordination and greater support among countries. Policies focused on a more supportive continuation of the European project, would strengthen countries such as Italy which would benefit from this with the reduction of public debt and also, precisely because of the indissoluble economic link between the European countries, the euro area as a whole would see significant improvements in macroeconomic indicators, which would lead to a drastic reduction in the number of national movements, a return to high growth rates and an increasingly unlikely exit from the European community.