

## Euroexit, la domanda chiave è: cosa succederebbe ai mercati finanziari?

Di Salvatore Biasco



***Quali gli effetti di una uscita dall'euro? Salvatore Biasco interviene a commento dello studio di Realfonzo e Viscione, recentemente pubblicato da questa rivista. Secondo i due autori sono in errore sia i sostenitori della permanenza nell'euro a tutti i costi sia i teorici dell'uscita dall'euro come soluzione di ogni problema; dall'esperienza storica, infatti, è possibile desumere che l'euroexit potrebbe fornire una spinta alla crescita ma al tempo stesso celare seri rischi per il mondo del lavoro. Biasco la pensa diversamente e, pur criticando l'architettura complessiva dell'Unione Monetaria, sostiene che una uscita dall'euro porterebbe al crollo dell'economia e alla disoccupazione di massa.***

L'articolo di Realfonzo e Viscione pubblicato da Economia e Politica ([Gli effetti di un'uscita dall'euro su crescita, occupazione e salari](#)) è interessante, fornisce spunti di riflessione, ma si presta anche ad alcuni commenti. Condivido la sua premessa (una continuazione dell'attuale trend rischia di portarci in situazione critica aperta a tutte le dinamiche) nonché l'idea che la questione dell'uscita dall'euro vada posta sul piano strettamente analitico e non ideologico. Benché creda che la situazione attuale ci condanni a un declino inesorabile (e forse domani a una crisi valutaria) penso, tuttavia, che l'uscita dall'euro, per le dinamiche che si porta dietro, ci condanni a una disoccupazione di massa e a un crollo dell'economia, che può durare moltissimi anni come dirò in seguito. Personalmente, ho trattato il tema due volte, l'ultima in uscita sulla rivista *Il Mulino*[1]. Realfonzo e Viscione scrivono né in polemica né in accordo con ciò che sostengo. Se dovesse capitare loro di citare il mio articolo sarei lieto se non mi annoverassero (nella loro dicotomia) tra i sostenitori dell'euro, perché non lo sono. Penso che l'euro sia stata una costruzione sconclusionata che replica, nei suoi buchi, tante delle concezioni liberiste che hanno dominato l'architettura dell'Unione. Ma ormai siamo dentro, e la prospettiva di uscirne può essere foriera di considerevoli disastri. Talvolta mi sorprendo a pensare che se si trattasse oggi di decidere se entrare o no, direi "no". Ma è facile ragionare col senno di poi. Quando la scelta fu fatta gli interessi pagati dallo Stato erano intorno al 10% del pil ed era difficile ottenere un mutuo decennale a meno del 10%. La prospettiva di entrare li abbatté drasticamente, fummo protetti dal subbuglio valutario delle crisi asiatiche e sud americane prima ancora del varo della moneta unica, potemmo crescere un po' e nel 2000 avevamo un 5% di avanzo primario che, se mantenuto, oggi avrebbe reso il nostro debito pubblico gestibilissimo. Difficile dire qualcosa ora.

L'analisi di Realfonzo propende per una prospettiva meno drammatica dall'uscita dall'euro sulla

base di esperienze precedenti di svalutazione. Su un punto penso che abbia ragione: è probabile che la mia analisi sconti troppo pessimismo sugli effetti inflazionistici della svalutazione. L'articolo de *Il Mulino* risente di ciò che avevo scritto due anni fa, ma avrebbe dovuto essere corretto perché la drammatica rincorsa inflazionistica che pavento è in contraddizione con la disoccupazione di massa (cui arrivo) e con gli sviluppi recenti di dimezzamento del prezzo (in dollari) del petrolio. Tuttavia, nella mia sequenza l'inflazione gioca un ruolo molto modesto e, al limite, potrebbe essere nulla *senza* cambiarne sostanzialmente la dinamica.

In Realfonzo e Viscione vi è un esame degli effetti interamente reali di una eventuale uscita dall'euro: effetti sull'inflazione, la bilancia dei pagamenti, l'occupazione, la domanda, sulla base delle esperienze passate dei paesi industrializzati. Va benissimo farlo. Ma il punto di partenza dovrebbe essere un'altro, riguardare gli stock e non i flussi, la finanza e non l'economia reale. Non si tratta di immaginare una svalutazione come semplice mutamento del tasso di cambio (come nelle esperienze passate), ma una svalutazione abbinata a aspettative (o realizzazione) di default, che è cosa ben diversa. Immaginatoci pure che l'uscita dall'euro comporti una svalutazione (iniziale) dell'ordine di quella del 1993, seguita dall'inflazione limitata che l'Italia ebbe allora. Ciò che conta non è il livello effettivo dell'inflazione; sono le aspettative sul suo corso e quelle sulla ristrutturazione del debito che può seguirne. D'altra parte sarebbe insensato uscire dall'euro e portarci dietro tutto il peso del debito, continuando a tenere una certa austerità per convincere il mercato che esso è solvibile. I tassi di interesse non potrebbero non riflettere le aspettative e dovrebbero comunque essere tenuti alti per non provocare fughe di capitali (che comunque vi sarebbero se è in gioco il default). I mercati azionari e obbligazionari subirebbero un tracollo. Possiamo mettere tutte le bardature che vogliamo ai movimenti di capitale (in un certo senso militarizzare l'economia), ma di sicuro questo non lascerà i tassi a livelli moderati. Se questo e non altro è il punto di partenza (d'altra parte sono effetti immediati, addirittura precedenti l'evento), la conseguenza sono perdite spaventose in conto patrimoniale di tutte le istituzioni finanziarie, della borsa e dei risparmiatori individuali, dei fondi pensione, eccetera). Altre perdite vengono da contratti verso l'estero, che non possono essere ridenominati in lire. Il crollo delle istituzioni finanziarie comporterebbe blocco del credito, fallimenti delle imprese, perdite di ricchezza privata e pubblica, che si riflette sui consumi (e gli investimenti) e, di nuovo, sulle sofferenze bancarie. Sarebbe inutile sospendere il codice civile sui fallimenti e le coperture delle perdite, perché ciò non tranquillizzerebbe nessuno e non occulterebbe niente. Le nostre banche e assicurazioni dovrebbero portare i libri in tribunale e il salvataggio statale assicurarne la continuità di esercizio. E' l'intera economia a crollare. Poco importa se, poi, l'inflazione si dimostri contenuta. Il mercato la terrà sempre come una possibilità e terrà come possibilità la decurtazione (*haircut*) dei crediti pubblici - ammesso che non si sia già realizzata, il che non placerebbe nessuno, perché a un primo default può seguirne un secondo. La fama di buon debitore dell'Italia è svanita e l'era dei bassi tassi di interesse reale anche. D'altra parte, se l'inflazione non ci fosse, la concomitanza dell'aumentato costo delle importazioni e di ragioni di scambio peggiorate comporterebbe che il potere di acquisto di qualche settore dell'economia necessariamente diminuisca. Come Realfonzo giustamente afferma ciò che frena l'inflazione riduce i salari reali e quindi la domanda.

Non vado oltre nelle conseguenze che seguirebbero per l'azione e le variabili pubbliche (rimando al mio recente articolo), perché chiunque può intuirle da solo e certamente non

sfuggono a Realfonzo da quell'eccellente economista che è. Le politiche rimarrebbero praticamente prive di qualsiasi agibilità.

Le conseguenze sulla produzione sono nella sequenza finanziaria. Tutte le esperienze precedenti hanno poco significato. Le svalutazioni citate per i paesi occidentali sono avvenute tutte (o quasi) in periodi di domanda sostenuta per l'economia mondiale. Il paese che l'attuava poteva, inoltre, assumere un "a parità di circostanze esterne", che oggi non si avrebbe se il terzo mercato obbligazionario del mondo dovesse crollare e provocare un contagio internazionale (addio effetto sulle esportazioni, che, a quel che intuisco, è l'aggregato che dovrebbe farci riprendere a crescere). C'è un modo di non far crollare il mercato finanziario dopo l'uscita dall'euro? Non lo so. Ma sono scettico. Non certo attuando le politiche espansive che Realfonzo e Viscione auspicano per proteggere l'occupazione e che sono mancate negli episodi esaminati (che già mostrano nella Tabella 3 una difficoltà di crescere dopo la svalutazione). Proviamo a immaginare cosa succederebbe con politiche espansive, percepite come tali dal mercato, senza una protezione dell'euro, della Bce, con un default avvenuto o atteso, cambi liberi e con sentimenti verso l'Italia del tipo espresso in questa [lettera finanziaria](#), che invito a leggere (e che tutti dovrebbero leggere)[2]. Non rifletterà un'opinione di tutti gli analisti finanziari, ma è certo un'opinione diffusa sul nostro Paese.

Qualsiasi giudizio noi abbiamo dell'euro (il mio è severo), temo che noi siamo *locked in* se non vogliamo il peggio. E al peggio economico si abbina il peggio sociale e il peggio politico. Lo ripeto, non è questione di scelte di principio, ma (vorrei sperarlo) di freddezza dell'analista. Ho l'impressione che lo sappia anche Tsipras, la cui salutare vittoria potrebbe cambiare la pressione indirizzata ai governanti europei dai popoli dell'euro, ma che, purtroppo (ripeto, "purtroppo", perché vorrei sbagliarmi), non ha il coltello dalla parte del manico. Paradossalmente l'uscita sarebbe semplice per i paesi che non hanno problemi (o paesi piccoli e assistiti); è pressoché impossibile per i paesi in difficoltà e con alto debito pubblico.

Al di là delle proporzioni (tutte a nostro sfavore) non l'abbiamo neanche noi il coltello dalla parte del manico nel senso agitato da Tsipras. Inutile cercare l'uovo di Colombo nella fuoriuscita dall'euro (che Realfonzo e Viscione non fanno). L'analista (che ho tentato di essere spogliandomi di passioni) ritorna nella possibilità che ammette (e forse desidera) di essere smentito. L'importante è non sbagliare prospettiva nel giudizio che sovrintende la scelta scelta, il che vuol dire, non sbagliare domanda da porsi. Occorre partire da: cosa succede ai nostri mercati finanziari? e da lì si far discendere tutto il resto, con o senza accordo con la mia sequenza. Non è una domanda valida in ogni momento del passato, ma è la domanda chiave oggi.

Il mio non è un intervento polemico nei confronti del paper di Realfono e Viscione, che considero utile come base di discussione e a cui riconosco quell'intento solo analitico, che ho molto apprezzato. Tuttavia, ritengo anche che qualcosa manchi in quel paper.

\**Ordinario di economia monetaria internazionale, Università La Sapienza di Roma*

[1] *Ripudiare il debito? Sarebbe una catastrofe*, L'Unità del 20 marzo 2012 e, più estesamente, in *L'uscita dall'euro non è un'opzione*, Il Mulino, gennaio 2015. Una versione rivista e allargata (anche sulla base di questa nota) dell'[articolo](#) su Il Mulino è reperibile in rete.

[2] Si tratta di un'analisi da un noto sito (Usa) di analisi finanziaria, che valuta il titolo Finmeccanica, ma in realtà da uno spaccato del nostro Paese come percepito in quegli ambienti.