

**Italexit, cancellazione del debito  
e monete parallele: l'attrazione  
fatale per la soluzione argentina?**

**Franco Passacantando**

---

**Working Paper**  
**7/2017**

LUISS Guido Carli / School of European Political Economy  
Working paper n. 7/2017  
Publication date: July 2017  
*Italexit, cancellazione del debito e monete parallele:  
l'attrazione fatale per la soluzione argentina?*

© 2017 Franco Passacantando  
ISBN 978-88-6856-101-7

This working paper is distributed for purposes of comment and discussion only. It may not be reproduced without permission of the copyright holder.

LUISS Academy is an imprint of  
LUISS University Press – Pola Srl  
Viale Pola 12, 00198 Roma  
Tel. 06 85225485  
e-mail [universitypress@luiss.it](mailto:universitypress@luiss.it)  
[www.luissuniversitypress.it](http://www.luissuniversitypress.it)

*Editorial Committee:*

**Leonardo Morlino (chair)**  
**Paolo Boccardelli**  
**Matteo Caroli**  
**Giovanni Fiori**  
**Daniele Gallo**  
**Nicola Lupo**  
**Stefano Manzocchi**  
**Giuseppe Melis**  
**Marcello Messori**  
**Gianfranco Pellegrino**  
**Giovanni Piccirilli**  
**Arlo Poletti**  
**Andrea Prencipe**  
**Pietro Reichlin**

# ITALEXIT, CANCELLAZIONE DEL DEBITO E MONETE PARALLELE: L'ATTRAZIONE FATALE PER LA SOLUZIONE ARGENTINA?

FRANCO PASSACANTANDO

## Sintesi

Questo studio vuole mostrare la straordinaria complessità di un'uscita dell'Italia dall'euro attraverso un paragone con l'Argentina che negli anni novanta aveva adottato un regime di piena convertibilità con il dollaro. Dopo aver abbandonato quel regime nel 2002 e essere incorsa in un *default* sul debito, il paese tornò a crescere a tassi elevati nel giro di pochi anni. Secondo alcuni, l'esperienza argentina dimostra che l'uscita dall'euro e la ristrutturazione del debito potrebbero "far rinascere" l'Italia. Questa conclusione è profondamente errata per almeno due motivi. Mentre in Argentina esistevano una moneta nazionale, il *peso*, e un sistema di pagamenti in *peso*, che affiancava quello in dollari, in Italia dovrebbero essere creati ex novo una moneta e la più importante infrastruttura per i pagamenti oggi centralizzata nell'area dell'euro. Per un periodo molto lungo, il pubblico perderebbe l'accesso pieno ai propri conti in banca e il paese si troverebbe isolato dai mercati finanziari e valutari internazionali. Inoltre il debito pubblico, in rapporto al PIL, era in Argentina meno della metà di quello italiano, e in larga parte detenuto da residenti stranieri. In Italia una ristrutturazione del debito decurterebbe la ricchezza delle famiglie e metterebbe a rischio compagnie di assicurazione, fondi pensione e banche, già duramente provate dalla doppia crisi degli ultimi dieci anni. La consapevolezza di questi rischi ha di recente motivato la ricerca di terze vie, come la creazione di monete nazionali da affiancare all'euro. In Argentina, l'emissione di "quasi monete" a livello provinciale non ha avuto effetti positivi sulla crescita ed ha anzi contribuito a far precipitare la crisi: il sollievo costituito dalla disponibilità di nuovi mezzi monetari fu più che compensato dall'incertezza che l'iniziativa ingenerò negli investitori circa le prospettive economiche delle province che vi fecero ricorso e la volontà del governo centrale di difendere il regime di cambio.

**Keywords:** Italexit, ristrutturazione debito, monete parallele, sistemi di pagamento

**JEL Codes:** E58, E65, G09

*Franco Passacantando è senior fellow alla LUISS School of European Political Economy ed è un membro esperto del Consiglio di Amministrazione della BEI. In passato è stato Direttore Centrale per l'Area Mercati e Sistema dei Pagamenti alla Banca d'Italia.*

[fpassacantando@luiss.it](mailto:fpassacantando@luiss.it)

## 1. Introduzione<sup>1</sup>

Molti economisti nei mesi scorsi hanno dato vita a un dibattito sulle ragioni economiche e politiche dell'euro, i vantaggi e i costi che ne sono derivati per l'Italia e le conseguenze di un eventuale abbandono della moneta unica. Questo dibattito ha come sfondo un'opinione pubblica sempre più sfiduciata nei confronti dell'euro, dopo una crisi che ha portato a livelli eccezionalmente elevati disoccupazione e povertà e ha lasciato in eredità un debito pubblico, in percentuale del PIL, ai livelli massimi storici, un sistema bancario gravemente indebolito e una perdita consistente di capacità produttiva. In queste condizioni non potevano non trovare forte seguito le opinioni di chi propone il ritorno a una moneta nazionale, un regime di cambio flessibile e piena autonomia nella conduzione della politica monetaria e fiscale.

Una componente importante di questo dibattito è l'analisi delle modalità e delle conseguenze dell'uscita dell'Italia dall'euro. La capacità di economisti ed analisti di prevedere un evento di questo tipo è resa enormemente complicata dalla mancanza di precedenti storici comparabili. I casi più spesso citati dai fautori dell'Italexit sono la separazione della repubblica Ceca dalla Slovacchia nel 1992-93 e la rottura dell'Unione Sovietica nel 1992. Tuttavia in questi paesi il livello di sofisticazione del sistema bancario e finanziario non era minimamente comparabile a quello dei paesi dell'area dell'euro<sup>2</sup>. Più interessante è il caso dell'Argentina perché è il più recente, perché ha riguardato un'economia con uno dei sistemi finanziari più avanzati tra quelli dei mercati emergenti e perché quel paese aveva adottato dal 1991 un regime di convertibilità del peso con il dollaro a lungo considerato irreversibile.

Quando quel regime fu abbandonato, nel 2002, la forte svalutazione del *peso* e il *default* del debito provocarono una fortissima recessione (par.2). Tuttavia già dal 2003 il PIL argentino tornò a crescere a tassi intorno all'8 per cento e la disoccupazione iniziò a ridursi. La soluzione argentina, evocata ad esempio dal leader del M5S, Beppe Grillo, dimostrerebbe che il recupero della sovranità monetaria e la cancellazione dei debiti darebbero nuova vita ai paesi maggiormente colpiti dalla crisi dell'euro<sup>3</sup>. Altri economisti a favore dell'Italexit, come Bagnai (2002) sottolineano il fatto che oltre all'Argentina, alcuni paesi asiatici nel 1997, e la Russia nel 1998, dopo una svalutazione del cambio e una ristrutturazione del debito tornarono a crescere a ritmi elevati. Stiglitz sostiene che l'Argentina, come la Grecia, era stata strangolata dall'austerità, ma grazie a svalutazione e ristrutturazione del debito è riuscita ad uscire uscì dalla crisi. Riconosce però che “non è la stessa cosa svalutare una valuta esistente piuttosto che creare una nuova valuta nel mezzo di una crisi” (Stiglitz 2017 b).

---

<sup>1</sup> Si ringraziano Carlo Bastasin, Lorenzo Giammo, Marcello Messori, Francesco Nicolò e Fabrizio Palmisani per i loro commenti.

<sup>2</sup> Gli stati che succedettero all'Unione Sovietica “furono in grado di limitare le conseguenze finanziarie destabilizzanti perché i loro sistemi bancari e finanziari non erano bene articolati, cosicché i limiti sui ritiri dei depositi furono relativamente efficaci. Poterono limitare la sostituzione di *asset* domestici con *asset* esteri imponendo o semplicemente mantenendo i preesistenti controlli di cambio”. Barry Eichengreen (2007).

<sup>3</sup> “Facciamo come l'Argentina!!! In otto anni sono riusciti a spazzare via la crisi, e sapete perché? Perché nonostante fossero finiti nel buio più assoluto, non avevano Stati che hanno impedito che la loro crisi seguisse ogni livello. Noi abbiamo Francia e Germania, che pur di non farci fallire (e di non perdere i loro crediti) allungheranno la nostra agonia all'infinito” [www.beppegrillo.it/2011/10/italia\\_argentin.html](http://www.beppegrillo.it/2011/10/italia_argentin.html) (accesso del 7 giugno 2017).

Lo scopo di questo lavoro è duplice: da un lato approfondire le differenze tra il caso dell'Argentina e quello dell'Italia nell'ipotesi di uscita dall'euro. Dall'altro usare il caso argentino per mettere in evidenza aspetti tecnici normalmente trascurati o rappresentati in modo molto approssimativo dai fautori dell'Italexit e non adeguatamente considerati anche dai sostenitori della permanenza nell'euro. Si illustreranno in particolare le difficoltà tecniche poste dalla creazione di una nuova moneta e soprattutto di una nuova infrastruttura dei pagamenti nazionali che sostituisca quella centralizzata a livello europeo, oggi utilizzata da tutti i paesi dell'area dell'euro (par. 3). È un punto menzionato da alcuni economisti, come Barry Eichengreen (2007) e più di recente Codogno e Galli (2017), che qui verrà ulteriormente elaborato. Verranno anche illustrati i troppo spesso dimenticati vantaggi che l'armonizzazione e centralizzazione del sistema dei pagamenti in Europa, in parallelo con la creazione del mercato unico, ha comportato per consumatori, imprese e intermediari finanziari.

Esula dagli scopi di questo lavoro una analisi approfondita dell'impatto di tipo macroeconomico della svalutazione sull'economia e competitività dell'Italia, argomento che altri hanno analizzato più estesamente (ad esempio Messori 2017). Ci si soffermerà però sulla differenza tra la ristrutturazione del debito che effettuò l'Argentina e quella che dovrebbe essere attuata in Italia (par.4). Si accennerà poi ai possibili regimi di cambio che potrebbero essere adottati da un'Italia in uscita dall'euro e i problemi che ognuno di essi porrebbe (par.5). Si utilizzerà infine l'esperienza dell'emissione di monete parallele in Argentina per mettere in evidenza i pericoli di questa opzione e le difficoltà ad applicarla su scala europea (par.6).

## **2. La crisi del regime di cambio fisso in Argentina**

Il regime di convertibilità in dollari della valuta nazionale, introdotto nel 1991, mirava a recuperare la fiducia dei mercati dopo anni di iper-inflazione. Tra il 1975 e il 1991 il tasso medio annuo di crescita dei prezzi era stato del 315 per cento, con una punta di quasi il 5000 per cento nel 1989 (Guidotti e Nicolini 2016 p. 4). Il meccanismo di stabilizzazione introdotto nel 1991 era volutamente molto rigido. Si trattava di un *currency board* in cui ogni unità di moneta nazionale emessa, il *peso*, doveva essere coperta da un dollaro di riserva. Ne conseguirono riduzione dell'inflazione, afflussi di capitale e ripresa economica. Nell'opinione dei commentatori internazionali l'Argentina diventò uno degli *star performer* dell'America Latina. La convertibilità venne sempre più presentata come un regime monetario *permanente* e il mantra delle autorità di quel periodo in Argentina divenne “non più di un peso per un dollaro per sempre.” (De la Torre et al. 2003). A un certo punto, fu presa in considerazione anche l'ipotesi di adottare il dollaro come moneta nazionale.

### **Gli eventi**

Le difficoltà si iniziarono a manifestare in seguito alla svalutazione, a gennaio del 1999, del *real* del Brasile. Il pubblico e i grandi investitori internazionali cominciarono a dubitare della capacità del governo di difendere il regime di convertibilità in una fase, quella della fine degli anni novanta, in cui anche il dollaro si stava fortemente rivalutando. A ciò si aggiunse una forte instabilità politica. Le elezioni del 2000 avevano portato al potere il presidente De La Rúa che si era trovato a fronteggiare la difficile situazione economica in un

clima politico segnato da forti scandali e ricorrenti crisi di governo. La composizione del governo fu più volte modificata, in particolare fu cambiato tre volte il ministro dell'economia fino alla nomina di Domingo Cavallo a marzo del 2001.

Nel periodo tra febbraio e agosto del 2001 il pubblico iniziò a sostituire a ritmi via via crescenti i *peso* in dollari. Il governo, per recuperare la fiducia nei mercati, introdusse l'obbligo di pareggio del bilancio e approvò varie misure restrittive, come i tagli del 13 per cento dei salari e delle pensioni oltre i 500 dollari, sussidi agli esportatori e controlli sui movimenti di capitale<sup>4</sup>. Anziché rassicurare i mercati queste misure fecero aumentare i timori che una svalutazione avrebbe portato a fallimenti delle banche e alla confisca dei depositi bancari. Si intensificarono i ritiri di depositi che riguardarono non più solo il peso ma anche i dollari e qualunque categoria di banca (De la Torre 2003 p.64). Gli spread sui rendimenti dei titoli pubblici nel corso dell'anno salirono da 800 a più di 4000 punti base.

**Tav1. Argentina: Principali indicatori economici**

	1999		2000	2001	2002	2003
PIL a prezzi costanti	-3,4		-0,8	-4,4	-10,9	8,8
Prezzi al consumo (media)	-1,2		-0,9	-1,1	25,9	13,4
Saldo Partite Correnti (%PIL)	-4,2		-0,9	-1,4	8,5	5,8

Fonte FMI

Nel dicembre 2001 la crisi degenerò in una crisi di panico con tragiche conseguenze politiche e sociali. Per frenare l'emorragia di depositi bancari il ministro dell'economia Cavallo impose un limite al prelievo di denaro dalle banche, il famoso *corallito*. La misura suscitò una fortissima reazione popolare. Il 19 dicembre migliaia di persone scesero in piazza a Buenos Aires, chiedendo le dimissioni del governo e saccheggiando supermercati e farmacie<sup>5</sup>. Negli scontri che seguirono persero la vita circa 20 persone. Al termine di quella giornata Cavallo lasciò il suo incarico e il presidente De la Rúa dichiarò lo stato d'assedio per 30 giorni, prima di dimettersi a sua volta.

Nel giro di due settimane vennero eletti quattro presidenti, il quarto dei quali, Adolfo Rodríguez Saa, nel discorso pronunciato il giorno del suo insediamento, il 23 dicembre, annunciò l'intenzione di emettere una terza moneta, l'*argentino*, che avrebbe affiancato il *peso* e il dollaro. Le motivazioni erano simili a quelle di chi oggi in Italia propone le monete parallele: preservare il regime di cambio rigido ma allo stesso tempo introdurre nuovi strumenti per far fronte a pressanti impegni di spesa. Il mercato interpretò questa iniziativa come il preludio all'abbandono del regime di cambio. Secondo notizie della Reuters "Anticipando una eventuale svalutazione del peso molte imprese ed esercizi commerciali aumentarono i prezzi fino al 20 per cento in un periodo di 72 ore" (Stratfor Enterprises 2001). Le pressioni di mercato si intensificarono e il 31 dicembre Rodríguez Saa fu costretto a dimettersi.

<sup>4</sup> Per un'illustrazione dettagliata di quegli eventi si veda IMF (2003 b) e De La Torre et al. (2003).

<sup>5</sup> "Reelings from Riots, Argentina Declares a State of Siege" New York Times dec.20 2001 <http://www.nytimes.com/2001/12/20/world/reeling-from-riots-argentina-declares-a-state-of-siege.html>

Il 3 gennaio 2002 l'Argentina entrò in *default*, quando non furono effettuati pagamenti per interessi per 20 milioni di dollari su un titolo in lire italiane. Il nuovo presidente, Eduardo Duhalde, appena insediato, prese tre drastiche misure: eliminò la parità tra peso e dollaro; introdusse l'obbligo di conversione in peso dei contratti in dollari e dichiarò formalmente la moratoria sul debito, con la promessa di avviare un negoziato con il settore privato internazionale per ristrutturarlo<sup>6</sup>. Questa promessa fu mantenuta solo nel 2005, quando l'economia era tornata in ripresa. Gli investitori internazionali non governativi allora subirono un *haircut* di circa il 75 per cento, uno dei più elevati della storia<sup>7</sup>.

L'incertezza che seguì l'uscita dal regime di *currency board* e la scarsa liquidità di una valuta assai poco trattata sul mercato dei cambi provocarono un deprezzamento del peso argentino assai più ampio del previsto. Mentre a dicembre del 2001 si cambiava un peso con 1 dollaro, solo sei mesi dopo ci volevano 3 pesos e 90 centesimi per acquistare un dollaro. Depurando il cambio degli effetti di prezzo, la svalutazione, in termini di Tasso di Cambio Effettivo Reale (TCER), fu del 57,5 per cento, maggiore di quanto la gran parte di analisti e investitori aveva previsto, pur tenendo conto del ben noto effetto di *overshooting* dei cambi. Alla fine del 2004 il tasso reale era ancora del 50 per cento inferiore al livello precedente la crisi.

Dal 2003 è iniziata una ripresa, continuata negli anni successivi, accompagnata da alti e bassi dell'inflazione. Sulla spinta di una forte domanda per consumi e investimenti, il PIL crebbe di quasi il 9 per cento sia nel 2003 che nel 2004. Vennero gradualmente eliminate le restrizioni sui depositi bancari e nel 2003 furono ritirate dalla circolazione le monete parallele. L'Argentina beneficiò anche della rapida crescita del Brasile e dei principali partner commerciali, oltre che di tassi di interessi mondiali molto bassi. Il tasso di disoccupazione, dopo aver toccato un massimo del 21,5 per cento nel 2002 migliorò continuamente negli anni successivi (Weisbrot et. al 2011). Il paese però non ha mai pienamente recuperato condizioni di stabilità monetaria. Dopo la forte accelerazione del 2002 l'inflazione rientrò negli anni successivi ma nel 2007-2008 si riportò nuovamente al di sopra del 30 per cento e nell'ultimo periodo, dopo un rallentamento in concomitanza con la recessione del 2009, è risalita fino al 40 per cento e viaggia ora intorno al 25 per cento. Anche i controlli sui movimenti di capitale hanno avuto fasi alterne e non sono stati pienamente eliminati fino a dicembre del 2015.

---

<sup>6</sup> Il governo si era preparato per il default da tempo "Per proteggersi dagli sforzi degli investitori internazionali di reclamare attività estere, il governo aveva silenziosamente trasferito le sue riserve e altre attività finanziarie dalla Deutsche Bank di New York alla Banca dei Regolamenti Internazionali a Basilea o banche in Argentina". Shapiro (2006) p.8.

<sup>7</sup> IMF 2005 p.13. Il FMI fu ripagato integralmente, agli inizi del 2006.



**Tav 2.****Argentina: cambio e competitività**

	2001	2002	2003	2004
<b>PIL procapite (migliaia \$)</b>	7,4	2,5	3,5	4
<b>Tasso cambio nominale rispetto \$ (fine periodo)</b>	1,0	3,36	2,94	2,97
<b>Tasso di Cambio Effettivo Reale (media, 2001=100)</b>	111,8	49,5	55,9	56,7
<b>variazione percentuale di TCER</b>	5,9	-57,5	8,9	-4,0

Fonte: FMI

Nota: Il Tasso di Cambio Effettivo Reale (TCER) è la media ponderata della valuta di un paese relativamente a un paniere di altre valute, aggiustata per gli effetti dell'inflazione. (+) apprezzamento (-) svalutazione

**Il circolo vizioso alla base della crisi**

Una prima possibile causa della crisi, cui si è già fatto riferimento, fu l'apprezzamento del cambio reale. Il regime di *currency board* era spesso accusato di rendere più difficile la difesa della competitività sui mercati internazionali rispetto a un regime di cambi flessibili. Questa convinzione è però smentita dal confronto tra l'andamento della competitività in Argentina, misurata in termini di tasso reale ponderato di cambio, e quella di altri paesi dell'America Latina nei dieci anni dal 1991 al 2000. Anche se molti di questi paesi avevano un cambio flessibile, l'apprezzamento del cambio argentino fu tra i più bassi e la crescita delle esportazioni tra le più alte (cfr. Tav. 3). È vero che dal 2009 la situazione peggiorò e il saldo corrente divenne negativo ma lo squilibrio cominciò a ridursi già nel 2001 (Tav. 1).

**Tav.3 Tasso di Cambio Effettivo Reale (TCER) ed andamento esportazioni**

(variazioni percentuali tra 1991 e 2000)

Paesi	Argentina	Brasile	Cile	Colombia	Ecuador	Messico	Peru	Venezuela	Media
<b>TCER</b>	8	13	22	-2	58	18	1	86	26
<b>Esportazioni</b>	121	74	115	83	77	269	104	125	124

Fonte: Guidotti Nicolini (2016) p. 30

Una seconda causa, che il FMI considerava la più importante, era la politica fiscale. In effetti nel periodo del *currency board*, lo Stato aveva progressivamente abbassato la guardia sulla politica fiscale perché avvantaggiato dalla possibilità di indebitarsi all'estero a tassi molto contenuti. Anche questo fattore tuttavia da solo non spiega la crisi perché il debito, seppur in aumento in rapporto al PIL, era di circa il 50 per cento alla fine del 2000, un livello certo non alto. Il terzo fattore era la crescita reale. Il *sudden stop* negli afflussi di capitale successivo alla svalutazione del real determinò una contrazione dell'attività economica di circa il 3,4 per cento nel 1999. Tuttavia la contrazione rallentò nel 2000 e sembrò perfino invertirsi di segno agli inizi di quell'anno.



Nessuno dei tre fattori era decisivo ma fu il loro combinarsi, in una situazione di crescente incertezza politica, a mettere in moto un circolo vizioso che fece velocemente precipitare la situazione. Un regime monetario che aveva eliminato i costi di conversione della valuta nazionale con il dollaro era molto vulnerabile a mutamenti delle aspettative circa la volontà del governo di attuare politiche di bilancio coerenti con l'esigenza di mantenere il cambio fisso, in presenza di una recessione. Questi timori spinsero in alto i tassi che a loro volta fecero nascere dubbi sulla sostenibilità del debito e sulla volontà del governo di contrastarla. I tassi aumentarono perché crescevano i timori di insostenibilità del debito e di svalutazione e questi timori a loro volta si fecero più intensi perché aumentavano i tassi. Squilibri originariamente anche non gravi finirono così per amplificarsi vicendevolmente.

### **3. Che cosa vuol dire, per un paese che lascia l'euro, creare una nuova moneta e un nuovo sistema dei pagamenti**

Per i sostenitori dell'uscita dell'Italia dall'euro le modalità della transizione a una nuova moneta potrebbero essere definite in un week end con l'eventuale aggiunta di qualche giorno di bank holiday. Il governo deciderebbe per decreto che l'euro non è più la moneta ufficiale e conferirebbe valore legale a una nuova moneta, il cui cambio verrebbe fissato in un rapporto di 1 a 1 con l'euro<sup>8</sup>. Dovrebbe poi creare una nuova moneta circolante e un nuovo sistema di pagamenti, cioè un insieme di regole e procedure per effettuare pagamenti e regolare le transazioni finanziarie in Italia.

#### **La sostituzione della moneta circolante**

La sostituzione del contante probabilmente non è la questione economicamente più rilevante ma è sicuramente quella dal maggiore impatto sociale perché nulla suscita tanto risentimento come trovarsi, senza preavviso, nell'impossibilità di disporre di strumenti di pagamento per soddisfare le più fondamentali esigenze vitali. In Argentina il problema non si pose perché il *peso* non aveva mai smesso di circolare e rappresentava circa un terzo di tutto il contante in circolazione: circa, 16,5 miliardi di dollari alla fine del 1999, pari al 5,7 per cento del PIL argentino<sup>9</sup>. La Banca Centrale Argentina aveva al suo passivo un conto corrente in peso e uno in dollari, quest'ultimo utilizzato dalle banche per garantire la convertibilità. Come mostra la Tav. 4, tra il 2001 e il 2002 il primo salì da 2,0 a 10,4 mld mentre quello in dollari si ridusse da 12,8 a 1,0 mld.

Per farsi un'idea dei problemi che porrebbe la sostituzione dei biglietti e delle monete, occorre anzitutto rilevare che la moneta circolante in Italia, alla fine del 2016, aveva un valore di 181 miliardi, corrispondente a circa l'11 per cento del PIL<sup>10</sup>. Le analisi econometriche

<sup>8</sup> Bagnai (2012) p.16. In questo modo si ritiene che i problemi di passaggio a un nuovo sistema di contabilità potrebbero essere semplificati.

<sup>9</sup> Queste informazioni e le altre riguardanti il sistema dei pagamenti riportate in questo documento sono tratte da uno studio sul sistema dei pagamenti argentino effettuato dal Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) e dalla Banca Mondiale nel 2000.

<sup>10</sup> Da quando è stato adottato l'euro l'ammontare di banconote in circolazione non può essere più rilevato con precisione, per effetto della libera circolazione delle persone. Il dato qui riportato è quello convenzionale, determinato in proporzione alla quota di partecipazione di ogni paese al capitale della BCE, che a sua volta riflette il peso percentuale della popolazione e del reddito del paese nell'area.

hanno sempre confermato una stretta relazione tra andamento del circolante e andamento dei consumi. Se nel passaggio dalla vecchia alla nuova moneta i vecchi strumenti di pagamento non fossero più utilizzabili e quelli nuovi non fossero ancora disponibili l'effetto del passaggio da una vecchia a una nuova unità di conto sarebbe analogo a quello di una contrazione immediata dell'offerta di moneta.

**Tav.4 Banca Centrale Argentina: passività (in mld. di peso)**

	2001	2002	2003	2004
<b>Base monetaria in peso</b>	26,0	29,4	46,4	52,5
<b>Circolante</b>	24,0	19,0	30,3	37,6
<b>Conti correnti in peso</b>	2,0	10,4	16,1	14,9
<b>Conti correnti in altre valute</b>	12,8	1,0	3,8	8,0

*Fonte:* Banca Centrale Argentina

Varie soluzioni sono state proposte dai fautori dell'Italexit come sostituti delle banconote ufficiali, in attesa dell'entrata in produzione delle nuove. La più citata è la stampigliatura degli euro in circolazione per distinguerli da quelli "veri", una soluzione a quanto pare simile a quella adottata al momento della separazione tra Repubbliche Ceca e Slovacca che a differenza dell'eventuale Italexit fu però una separazione consensuale e programmata con qualche anticipo. Chi la propone non sembra impressionato dalle dimensioni di un'operazione che dovrebbe riguardare un numero di banconote pari, a fine 2016, a circa 3,6 miliardi di pezzi (Banca d'Italia 2017 b, p. 61). Per assicurare un'adeguata disponibilità di biglietti stampigliati si dovrebbe attingere alle scorte non ancora distribuite e cercare di ritirarne dalla circolazione il numero più ampio possibile, anche se molti se li terrebbero stretti o cercherebbero di portarli all'estero. Quale organizzazione logistica e quali sistemi di sicurezza dovrebbero essere messi in piedi per gestire questa operazione? E quanti giorni ci vorrebbero? Avviare in produzione in tempi ragionevoli una nuova serie di banconote è poi una questione molto complessa, dati i requisiti che le moderne banconote devono avere per minimizzare i rischi di contraffazione.

Per le transazioni di piccolo importo un'alternativa sarebbe quella di continuare a usare gli euro, autorizzando il ritiro dalle banche di monete e biglietti per un importo massimo, ad esempio, di 100 euro al giorno (Bootle 2012 p.44). Verrebbero facilitate alcune categorie di pagamenti come quelli per i parcheggi, i pedaggi autostradali o i distributori delle bibite e merendine. Ma il rischio sarebbe di vedere presto sparire dalla circolazione le monete e i biglietti di piccolo taglio perché il pubblico cercherebbe di tesaurizzare tutto il contante in euro di cui riuscirebbe a entrare in possesso. Si potrebbe allora forse tornare ai mini assegni o altri strumenti emessi dalle banche ma in una fase in cui molte banche sarebbero a rischio, questa soluzione non sarebbe sicuramente molto gradita.

In linea di principio, la soluzione ideale sarebbe la diffusione su larga scala della moneta elettronica. "Con la moneta elettronica, l'abbandono dell'euro può avvenire, in linea di principio, senza problemi, supponendo che vi sia cooperazione con le altre autorità europee"

(Stiglitz 2017 p.282). Si potrebbe così abbattere l'evasione fiscale e l'economia nera, in Italia diffusissime, e si infliggerebbe un duro colpo all'economia criminale. Il problema però è che la moneta elettronica in Italia è ancora molto poco diffusa. Ad esempio, nel 2015 in Italia venivano effettuate 44,5 operazioni con carte di pagamento all'anno procapite, contro una media europea di 108,6. Peggio di noi, tra tutti i paesi europei, solo la Grecia con 14,1 operazioni procapite (Banca d'Italia 2017b pp. 59 e 60). Si troverebbero particolarmente svantaggiati gli strati più deboli della società, i piccoli esercizi commerciali, le micro-imprese, molti operatori individuali, le regioni del sud dove il contante è più diffuso che al nord. Sarebbero invece favorite le grandi catene di distribuzione e le reti per le vendite on line come Google e Amazon.

Uno dei pochi esempi, nella storia di conversione di una moneta senza preavviso è quello compiuto di recente in India, dove l'8 novembre del 2016 il primo ministro indiano Narendra Modi, con l'intento di colpire l'economia informale e le attività illecite, ha decretato che le banconote di importo più elevato non avevano più corso legale, obbligando la popolazione a sostituirle con altre di nuovo formato da prelevare in banca. L'operazione, gestita in tutta fretta e in gran segreto, ha generato un enorme malcontento sociale perché costellata da molti inconvenienti e disagi, che secondo notizie di stampa provocarono numerose vittime<sup>11</sup>.

### **La principale infrastruttura per i pagamenti interbancari non sarebbe più utilizzabile**

Un problema con minori risvolti immediati di tipo sociale ma molto più importante dal punto di vista economico sarebbe la creazione di un nuovo sistema elettronico per i pagamenti interbancari. Si tratta di un aspetto del tutto ignorato dai fautori dell'uscita dall'euro. Anche il più articolato lavoro sull'argomento, quello di Bootle (2002), pur dilungandosi sulle varie proposte riguardanti la moneta circolante, non affronta il problema della creazione di un nuovo sistema dei pagamenti interbancari. Lo stesso Stiglitz (2007) non menziona il problema.

Di cosa si tratta? Quasi tutte le operazioni di pagamento avvengono tra clienti di banche diverse, le quali per portarle a termine devono avvalersi di reti informatiche attraverso le quali scambiarsi le informazioni e impartire gli ordini di regolamento riguardanti le varie operazioni<sup>12</sup>. Queste reti sono necessarie anche per ridistribuire tra le banche la liquidità creata dalle banche centrali. Ne esistono varie, in genere distinte tra quelle per i pagamenti al dettaglio e quelle per i pagamenti di grosso importo, incluse le transazioni finanziarie. Quelle

<sup>11</sup> Secondo l'Indian Express (18 novembre del 2006 1.38 pm) ci furono almeno 33 vittime per cause molto diverse "alcuni per collasso da stanchezza dopo avere atteso in fila di fronte alla banca, un bambino morto all'ospedale perché i genitori avevano solo vecchie banconote, altri per suicidio perché disperati dall'impossibilità di nutrire le loro famiglie" <http://indianexpress.com/article/india/india-news-india/demonetisation-suicides-heart-attacks-and-even-a-murder-among-33-deaths-since-decision-4378135/>.

<sup>12</sup> In passato esistevano le stanze di compensazione, luoghi fisici dove le banche si scambiavano assegni e altri strumenti di pagamento e a fine giornata regolavano il saldo netto delle varie transazioni muovendo i rispettivi conti presso le banche centrali. Questi sistemi, ormai quasi interamente elettronici, continuano a esistere per le transazioni di piccolo importo, come molti dei pagamenti mediante assegni e bonifici. Le transazioni di grande importo passano invece normalmente per i sistemi RTGS. Anche i sistemi di compensazione per i pagamenti al dettaglio utilizzano però il sistema RTGS per regolare i saldi sui conti presso la banca centrale.

più importanti devono soddisfare standard elevati per minimizzare rischi di malfunzionamenti operativi, la vulnerabilità ad attacchi cibernetici e i rischi finanziari che si materializzerebbero se uno degli aderenti al sistema non disponesse della liquidità necessaria per trasferire le disponibilità liquide al momento della conclusione dell'operazione. Lo standard che si è venuto affermando a livello internazionale è quello dei sistemi di regolamento "lordo" in tempo reale gestiti dalle banche centrali, i cosiddetti Real Time Gross Settlement systems (RTGS). In questi sistemi i rischi finanziari sono minimi perché le posizioni creditorie e debitorie tra gli aderenti vengono chiuse immediatamente, grazie al trasferimento nel continuo della moneta della banca centrale<sup>13</sup>. Per assicurare questa funzionalità la banca centrale fornisce credito infragiornaliero ai partecipanti al sistema.

In passato in Europa ogni paese aveva il proprio sistema di trasferimento di fondi, con regole e procedure proprie. Il risultato erano costi molto più elevati per i pagamenti *cross border* rispetto a quelli nazionali e tempi più lunghi. Agli inizi degli anni novanta il tempo per trasferimento di fondi tra paesi era in media di cinque giorni ma in alcuni casi poteva estendersi a più di un mese (Hormann 1991). L'aumento delle transazioni internazionali conseguente alla creazione del mercato unico ha reso questa situazione insostenibile. Rispetto a quelle delle altre principali aree valutarie (dove il dollaro era la moneta di regolamento), le imprese europee non solo dovevano detenere un numero di valute più alto di quelle delle altre aree, con relativi rischi di cambio, ma dovevano affidarsi a procedure eterogenee e diverse da paese a paese per ricevere o trasferire fondi (Passacantando 1991, Van Petegem 1991). Analoghi inconvenienti ricadevano sui consumatori che erano costretti a pagare alle banche commissioni molto alte e poco trasparenti, senza alcuna certezza sui tempi di esecuzione dei pagamenti.

In Europa il lungo processo di armonizzazione delle procedure e la centralizzazione delle infrastrutture di pagamento, iniziato negli anni novanta, è culminato nella creazione del Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET2), che costituisce uno dei più avanzati e complessi RTGS operante al mondo. Per farsi un'idea delle dimensioni di questa infrastruttura si pensi che, attraverso di essa, vengono regolati pagamenti di importo equivalente all'intero PIL annuo dell'area euro ogni sei giorni (BCE 2017 p.6).

Se l'Italia dovesse uscire dall'euro non potrebbe più utilizzare TARGET2, che non tratta valute diverse dall'euro, e non potrebbe avvalersi di alcun altro sistema analogo perché quello nazionale, il BI-REL è stato dismesso da quasi dieci anni<sup>14</sup>. Questo significherebbe bloccare la gran parte di un flusso di pagamenti che nel 2016 è stato di 31.000 operazioni al giorno e ha movimentato 72 miliardi di euro al giorno (BI 2017b p.55). La banca centrale verrebbe privata del canale primario attraverso cui la liquidità creata verrebbe ridistribuita nel sistema.

---

<sup>13</sup> Nei sistemi di compensazione tradizionale invece le posizioni creditorie e debitorie rimanevano aperte per tutta la giornata operativa. Alla fine della giornata si regolavano i saldi netti.

<sup>14</sup> A Target2 vi possono accedere banche centrali di paesi non euro ma solo per il regolamento delle loro transazioni in euro.

## **Mentre in Argentina esisteva già un sistema RTGS, in Italia andrebbe ricreato**

In Argentina il problema non si era posto perché esistevano sia un sistema RTGS, il *Medio Electrónico de Pagos* (MEP), posseduto e gestito dalla banca centrale, generalmente considerato molto affidabile, sia un sistema di clearing elettronico privato denominato “Interbanking”, collegato al MEP (Cemla World Bank 1999). Erano sistemi che potevano processare sia dollari USA che *pesos*, ed essere usato per i pagamenti con l'estero. Questi sistemi hanno svolto un ruolo cruciale nell'assicurare continuità alle operazioni finanziarie durante la crisi e soprattutto dopo l'abbandono del regime di convertibilità. “Di fronte alla crisi finanziaria i sistemi di clearing elettronici hanno nel complesso tenuto ed hanno aiutato a ridurre l'effetto del congelamento dei conti bancari. Infatti, i volumi di transazione, che crescevano lentamente prima del dicembre 2001, hanno avuto un'impennata da allora” (Migliore 2003).

Creare un nuovo sistema di pagamenti sarebbe un'operazione estremamente complessa, se si pensa che per realizzare TARGET2 ci sono voluti cinque anni<sup>15</sup>. Anche se per un sistema di un singolo paese il tempo sarebbe sicuramente inferiore, e se la Banca d'Italia può sicuramente vantare una grande *expertise* nel campo, l'impegno non si esaurirebbe nel giro di poche settimane o anche di pochi mesi<sup>16</sup>. Soprattutto, sarebbe del tutto impossibile, oltre che inopportuno dal punto di vista della correttezza democratica, come sostenuto Codogno e Galli (2017) effettuare i preparativi in gran segreto. Si tratta di attività che coinvolgono nella progettazione e realizzazione uno staff molto ampio di personale, consulenti, provider esterni di servizi informatici i quali dovrebbero essere messi a conoscenza del progetto per calibrarne le specifiche tecniche. Essendo infrastrutture di sistema le principali caratteristiche dovrebbero poi essere approvate dalle banche utenti, che andrebbero coinvolte nei collaudi dei sistemi prima della loro entrata in funzione. Infine il progetto dovrebbe essere condiviso con i gestori delle principali infrastrutture di mercato internazionali.

In tutta la lunga fase dedicata alla realizzazione del nuovo sistema informatico dovrebbero operare rigidi controlli sui movimenti di capitale, limiti ai ritiri di depositi e all'uso delle carte di credito all'estero. Operativamente si dovrebbe tornare a procedure manuali e a relazioni bilaterali tra banche italiane ed estere, in una situazione in cui il merito di credito delle prime sarebbe sicuramente messo in discussione. Dovrebbero anche essere bloccati gli accessi via internet ai conti bancari per operazioni con l'estero e le vendite di titoli italiani, cosa probabilmente impossibile da fare per i titoli tenuti all'estero. Si dovrebbe poi ricostruire un complesso apparato amministrativo (in Italia esisteva una intera istituzione dedicata a questi compiti, l'Ufficio Italiano dei Cambi, smantellato una decina di anni fa) con costi enormi, tempi lunghi, diffusi rischi di illegalità e corruzione senza alcuna certezza circa l'efficacia di questi controlli, dato l'alto grado di integrazione e sofisticazione ormai raggiunto dai sistemi informatici. Tutto ciò avrebbe gravi conseguenze economiche con riflessi soprattutto sugli investimenti. Si pensi ad esempio ai controlli per impedire di esportare illegalmente capitali all'estero attraverso sovra-fatturazioni e sotto-fatturazioni di importazioni ed esportazioni, che colpirebbero il settore più dinamico dell'economia italiana.

<sup>15</sup> La decisione fu presa dal Governing Council della BCE a ottobre del 2002 e il sistema entrò in operazione a novembre del 2007.

<sup>16</sup> Insieme alla Bundesbank e alla Banque de France la Banca d'Italia gestisce la “Single Shared Platform” (SSP) del sistema TARGET2.



Per tutto questo periodo l'Italia perderebbe l'accesso diretto alle principali infrastrutture dei mercati valutari e finanziari internazionali e a quelle private alternative a TARGET2. Il sistema TARGET 2 è infatti il veicolo obbligato per accedere a queste infrastrutture. La principale è il sistema Target 2 Securities (T2S) realizzato dall'Eurosistema per regolare le operazioni in titoli ed entrato in funzione due anni fa. Anche in questo caso si tratta di un sistema centralizzato che ha sostituito il sistema nazionale Express2, non più operante<sup>17</sup>.

Per le operazioni in cambi la principale rete mondiale è il sistema Continuous Linked Settlement (CLS). È l'infrastruttura di mercato più grande al mondo che regola un valore equivalente a 4.500 miliardi di dollari in media al giorno, più del doppio rispetto a TARGET 2<sup>18</sup>. Il prerequisito per accedere a CLS è che il paese abbia un sistema RTGS, oltre a godere di un regime di sostanziale libertà dei movimenti di capitale. In Europa, per il regolamento finale delle transazioni, CLS è direttamente collegato con il sistema TARGET2.

#### **4. Uscita dall'euro, crisi del debito pubblico e crisi bancaria**

##### **Si potrebbe evitare una crisi del debito?**

In Argentina il 90 per cento del debito era denominato in dollari, non convertibile in *pesos*. Questo rese inevitabile un legame diretto tra svalutazione del cambio e *default*. Secondo alcuni, in Italia, una volta tornati a una valuta nazionale, il rischio di *default* sarebbe scongiurato perché il governo potrebbe rimborsare il debito nella nuova valuta e la banca centrale avrebbe mano libera per stamparne in abbondanza. Vi sono però almeno due motivi per ritenere che anche in Italia una svalutazione del cambio porterebbe inevitabilmente a un *default*.

Il primo è che una serie di debiti non sarebbero ridenominabili nella nuova moneta. Lo Stato e molte imprese private dovrebbero pagare in euro gli interessi sul debito e il capitale alla scadenza, mentre i loro introiti, fiscali o commerciali, sarebbero prevalentemente nella nuova valuta domestica, svalutata<sup>19</sup>. Un recente studio di Mediobanca sostiene che tutti i titoli emessi dal 2013 non sarebbero ridenominabili a causa delle nuove clausole contrattuali obbligatorie per le emissioni di titoli pubblici europei, le Collective Action Clauses (CACs).

---

<sup>17</sup> Un altro importante sistema dei pagamenti elettronico europeo è il sistema Euro1 gestito dalla European Banking Association, che attualmente copre circa il dieci per cento del volume complessivo dei pagamenti. Tra i requisiti per partecipare al sistema è richiesto il collegamento diretto a TARGET2. <http://www.abe.org/EURO1-N=EURO1-L=EN.aspx> Altre infrastrutture "ancillari" collegate a TARGET2-Banca d'Italia sono quelle gestite da Monte Titoli spa, Cassa di compensazione e garanzia spa, e-MID e BI-Comp.

<sup>18</sup> È sottoposta alla vigilanza delle banche centrali di tutti i paesi le cui valute sono accettate da CLS, coordinate dalla Fed.

<sup>19</sup> Si pensi ad esempio a una società concessionaria di un'autostrada finanziata sul mercato internazionale. Dopo l'abbandono dell'euro i proventi da pedaggi o tariffe sarebbero denominati nella nuova valuta mentre il servizio del debito continuerebbe a essere in euro. Lo stesso varrebbe per famiglie che hanno contratto mutui con banche internazionali.

Questa tesi è contestata da Codogno e Galli (2017) e da alcuni giuristi cui fa riferimento Zingales in un suo recente articolo<sup>20</sup>. Vanno però considerati due aspetti:

- L'incertezza circa ciò che è ridenominabile e ciò che non lo è aprirebbe una lunga serie di contenziosi legali dall'esito incerto<sup>21</sup>. Le difficoltà maggiori riguarderebbero i contratti privati, per i quali la possibilità di essere ridenominati dipende dalle caratteristiche specifiche di ogni tipologia di contratto. Anche in questo caso è utile guardare all'esperienza in Argentina. Secondo il FMI, questo fu uno dei fattori che più contribuì a diffondere condizioni di incertezza in quel paese. I tribunali furono inondati di ricorsi dei depositanti (gli *amparos*) nei confronti delle banche che non li avevano rimborsati alla pari. Secondo il FMI gli esiti di questi ricorsi generò alla fine perdite per le banche per 8,8 miliardi in valuta locale (IMF 2015 p.25).
- In ogni caso, come sostenuto da Codogno e Galli (2017), non aderire alla cruciale obbligazione contrattuale nei confronti dei creditori, come il pagamento nella valuta nella quale il contratto era stato stipulato, verrebbe giudicato dalle *rating agencies* come una dichiarazione di *default*. Avrebbe inoltre enormi costi in termini reputazionali, rendendo difficile l'accesso ai mercati finanziari internazionali<sup>22</sup>.

Il secondo e principale motivo è che per un paese con un debito intorno al 133 per cento del PIL, il solo manifestarsi di timori di uscita dall'euro (ad esempio al vincere delle elezioni di forze favorevoli a questa opzione o alla sola divulgazione di sondaggi a loro favorevoli), rimetterebbero in moto la spirale viziosa che è stata sperimentata nel 2011 in Italia, quando lo spread sui titoli decennali aumentò nel giro di pochi mesi di quasi 3,5 punti percentuali. Nel 2001 in Argentina, come ricordato, lo spread rispetto ai titoli in dollari, in pochi mesi, salì addirittura di 32 punti percentuali. È un noto meccanismo in cui i tassi aumentano perché si teme che il debito sarà insostenibile e il debito diventa insostenibile perché i tassi aumentano. Il *default* alla fine diventa inevitabile. È per frenare questa spirale che la Banca Centrale Europea ha messo in atto vari programmi di acquisto dei titoli come il Securities Market Program, nel 2010 e le Outright Monetary Transactions decise nel 2012. Un paese in uscita dall'euro non potrebbe ovviamente più beneficiare dell'OMT, il cui annuncio ha rappresentato il punto di svolta nella crisi del debito sovrano.

### **In Argentina il debito pubblico era molto più basso di quello italiano e collocato soprattutto presso non residenti**

In Argentina il debito era cresciuto molto nel 2001 (dal 50,9 nel 2000 al 62,2 per cento nel 2001) ma in rapporto al PIL era meno della metà di quello italiano di oggi (cfr. fig.1)<sup>23</sup>.

<sup>20</sup> Luigi Zingales "La lungimiranza dell'Europa e dell'euro", il Sole 24 Ore, 30 giugno 2017.

<sup>21</sup> Codogno e Galli ricordano anche l'esperienza della svalutazione del 1992 in Italia quando molte famiglie si trovarono oberate dal pagamento di interessi su mutui contratti in marchi o in ECU. Un argomento simile è riportato dall'articolo di Zingales prima citato.

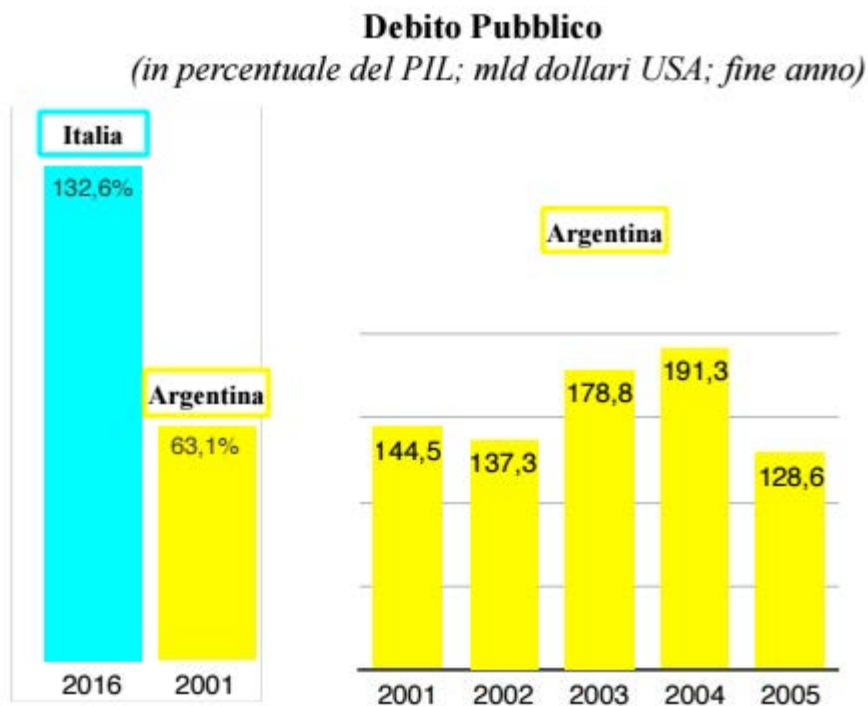
<sup>22</sup> La ridenominazione del titolo non muterebbe il tasso praticato e se il titolo era a tasso fisso il suo rendimento potrebbe diventare negativo in seguito all'aumento dell'inflazione conseguente alla svalutazione.

<sup>23</sup> Una prima ristrutturazione alla fine del 2001, riservata ai residenti ed effettuata prima dell'abbandono del regime di convertibilità, fece diminuire il debito nel 2002, quando il governo sospese il servizio del debito. Da allora l'accumulazione degli arretrati (per circa 40-45 miliardi di dollari) e l'ulteriore indebitamento presso



Inoltre la quota detenuta dai non residenti era pari al 58,5, contro il 26,7 per cento in Italia<sup>24</sup> (fig.2). Questo da un lato ha reso molto complicata la vita dell'Argentina sul piano internazionale, esponendola per oltre 15 anni a pressioni e ricatti da parte dei giudici americani, fino al recente settlement di tutte le obbligazioni ancora aperte. Dall'altro, trasferendo l'onere della ristrutturazione soprattutto sulla comunità internazionale il paese è riuscito a contenere l'effetto della ristrutturazione sulla ricchezza e il reddito dei residenti.

Fig.1



Fonte: per l'Argentina FMI, e Shapiro e Pham (2006) p.9. Per l'Italia Banca d'Italia

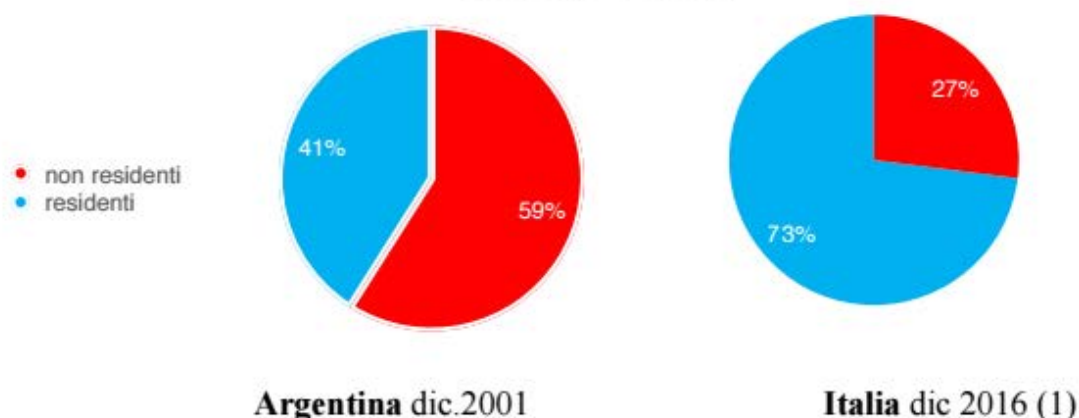
Quello argentino è stato il più grosso default governativo della storia fino a quel momento, ma il governo argentino fu molto attento a onorare il servizio del debito per la quota detenuta dai residenti. Come mostra la Tav. 5, dei 77,3 miliardi di dollari di debito esclusi dal default, il 62 per cento era debito nei confronti di residenti e il resto quello nei confronti delle istituzioni finanziarie internazionali che godono del *preferred creditor status*. All'interno della componente del debito che fu ristrutturata per 81,2 miliardi agli inizi del 2005, secondo stime del governo argentino, i residenti argentini detenevano solo un terzo del totale, circa 27 miliardi.

privati e creditori bilaterali lo fecero di nuovo aumentare, fino a raggiungere un massimo di 191,3 miliardi di dollari a fine 2004, con una crescita del 32 per cento rispetto a dicembre del 2001.

<sup>24</sup> tra i non residenti non è inclusa la voce che comprende sia i titoli detenuti dall'eurosistema, a eccezione della Banca d'Italia, sia i fondi all'estero detenuti da italiani.

Fig. 2

**Debito pubblico per categorie di detentori**  
(valori percentuali)



Fonte. Per l'Argentina Ministry of Economy and Production, Argentine Republic, tratto da Shapiro e Pam (2006) p.9. Per l'Italia, Banca d'Italia (2017) p.176.

**Tav 5 Argentina: ristrutturazione debito per categorie di investitori**  
(2004; miliardi di dollari USA)

<b>Debito non incluso nel default</b>	<b>77,3</b>
di cui: Istituzioni Finanziarie Internazionali	29,4
Residenti (banche e depositari, impiegati pubblici, province)	47,9
<b>Debito ripudiato (donatori bilaterali Paris club, banche commerciali)</b>	<b>7,8</b>
<b>Debito ristrutturato</b>	<b>81,2</b>
di cui: Residenti	26,8
<b>Interessi non riconosciuti</b>	<b>25</b>
<b>Totale</b>	<b>191,3</b>

Fonte: elaborazioni su dati tratti da Shapiro Nham (2006)

In Italia la quota detenuta dai residenti è in continuo aumento: solo nell'ultimo anno è salita dal 58,8 al 61,1 per cento e al suo interno sta crescendo più di tutte la quota detenuta dalla Banca d'Italia, mentre sono in lieve diminuzione quella delle banche, delle assicurazioni e degli altri detentori (cfr. tav 6). È una tendenza comune a tutti i paesi europei più esposti alla crisi ed è il risultato del *quantitative easing* attuato dalla Banca Centrale Europea da marzo del 2015 (il cosiddetto Public Sector Purchase Program). Nell'area dell'euro, gli acquisti su questo programma hanno avuto per l'80 per cento controparti non domestiche e per il 50 per cento controparti residenti al di fuori dell'area dell'euro (BCE "Economic Bulletin" n.3 2017 p.22). Per riportare il debito su un sentiero di sostenibilità il default in Italia dovrebbe dunque essere molto più radicale di quello già estremo dell'Argentina. Ne risulterebbero danneggiate in primo luogo le famiglie, che oggi detengono direttamente o tramite fondi e assicurazioni il 43 per cento del debito totale e verrebbe messa a rischio la stabilità dell'intero sistema finanziario.

**Tav.6**                      **Titoli pubblici italiani per categoria di detentore**  
(valori percentuali)

	2015	2016
Banca d'Italia	9,2	14,5
Famiglie	6,3	6,2
Banche italiane	18,7	17,8
Assicurazioni	16,4	15,8
Altri detentori	8,2	6,8
<b>Totale residenti</b>	<b>58,8</b>	<b>61,1</b>
Eurosistema e Gestioni estere di italiani	9,6	9,4
<b>Investitori Esteri</b>	<b>28,7</b>	<b>26,7</b>

Fonte: Banca d'Italia (2017) p. 176

### Gli effetti sulle banche della svalutazione e della crisi del debito pubblico.

In Argentina il sistema bancario, alla vigilia della crisi, era “tra i più forti in America Latina in termini di *compliance* con le norme prudenziali ed alta capitalizzazione” (IMF 2002 Article IV Consultation p.4). Dagli inizi degli anni 90 era stata avviata un'azione di riforma della regolamentazione bancaria ed era stato liberalizzato l'ingresso di banche estere, che nel 2000 arrivarono a coprire quasi il 50 per cento del mercato domestico. La regolamentazione fu ulteriormente rafforzata dopo la cosiddetta “Tequila crisis” di dicembre del 1994, quando la svalutazione del *peso* messicano ebbe un contraccolpo, di breve durata, sul sistema bancario argentino. Il coefficiente di capitale (il *capital to asset ratio*) fu portato all'11.5 per cent, un livello più alto dell'8 per cent ratio allora raccomandato dal Comitato di Basilea. Fu perfino introdotto un requisito di capitale a fronte delle esposizioni nei confronti dello stato sovrano, una misura molto controversa che Germania e altri paesi nordici vorrebbero introdurre in Europa e attualmente in discussione al Comitato di Basilea, ma non ancora applicata in quasi tutti i paesi<sup>25</sup>.

Nonostante ciò, gli argini creati furono spazzati via dagli eventi del 2001. Una valutazione puntuale dello stato delle banche nel 2002 è resa complicata dal fatto che per tutto l'anno le banche argentine sospesero la pubblicazione dei loro bilanci. A mettere in ginocchio il sistema bancario argentino furono però il drenaggio dei depositi, il *currency mismatch*, la caduta del valore degli asset in portafoglio, le perdite sui titoli del debito pubblico e il peggioramento della qualità del credito, a causa della forte esposizione in dollari della loro clientela (IMF 2005).

<sup>25</sup> BCRA (2000) p.7. Il requisito di capitale era compreso tra l'1 e il 5 per cento dell'esposizione a seconda della duration dell'asset. Era stato anche creato un Fondo Fiduciario per la Ricapitalizzazione delle Banche, finanziato da un prestito di 500 milioni di dollari della Banca Mondiale per fornire capitale (nella forma di subordinated or convertible loans) e liquidità alle banche interessate ad acquisire *distressed assets* di altre banche. Guidotti, Nicolini (2016) p. 13.

In Italia il sistema bancario si troverebbe ad affrontare una nuova crisi in condizioni già duramente provate dalle due crisi degli ultimi dieci anni. Nulla potrebbe frenare la fuga dei depositi, al primo concretizzarsi del timore di una uscita dall'euro (Bini Smaghi 2017). Ma se anche ci si riuscisse, le banche subirebbero forti perdite dovute a una posizione finanziaria netta con l'estero negativa per 130 miliardi, massicce svalutazioni del portafoglio titoli, ulteriore peggioramento della qualità del credito<sup>26</sup>. Si avrebbe un forte impatto sugli investimenti e sulle stesse esportazioni, pure in presenza di una forte svalutazione, perché la capacità di un'impresa di esportare dipende in misura cruciale dalla disponibilità di credito.

## 5. I cambio e il nuovo regime di cambio

Il cambio della moneta verrebbe, come detto, fissato ad 1 a 1 ma le pressioni di mercato lo modificherebbero presto. In Argentina a dicembre del 2001 un dollaro si comprava con un peso. A giugno dell'anno dopo ce ne volevano quasi 4 (dopo tre anni ce ne volevano ancora 3; cfr. tav. 2). Per stimare il futuro andamento del cambio, si prende normalmente in considerazione la perdita di competitività accumulata negli anni, misurata in vari modi, o si guarda all'esperienza storica di paesi con squilibri nella posizione finanziaria netta o nei saldi delle partite correnti simili a quelli dell'Italia. La tesi più ricorrente è di una svalutazione del 30 per cento in occasione dell'Italexit, ma non manca chi prevede una svalutazione inferiore o addirittura un leggero apprezzamento<sup>27</sup>. In realtà l'uso dei tradizionali modelli previsionali non può tener conto di un evento senza precedenti come l'uscita da un'unione monetaria. Il mercato farebbe fatica a dare un valore a un bene poco conosciuto, come una moneta da poco creata e scarsamente negoziata, esclusa per un periodo di tempo non breve dai principali sistemi di regolamento globali, una moneta emessa in un paese in grave crisi finanziaria e con un debito pubblico in quasi certo *default*. Si tratta di fattori di incertezza molto più radicali di quelli tradizionalmente considerati anche nei più sofisticati modelli di previsione dei tassi di cambio<sup>28</sup>. L'unica previsione che si dovrebbe fare è che il valore della nuova moneta, per qualche anno, sarebbe del tutto imprevedibile. E qualcosa di imprevedibile inevitabilmente allontana gli investitori.

Un altro aspetto che viene poi quasi del tutto ignorato è quello del regime di cambio che si adotterebbe una volta usciti dall'euro. Nelle previsioni sull'entità della svalutazione viene spesso considerato un riallineamento *à la tantum*, senza chiarire in che modo il mercato

<sup>26</sup> Tutti gli episodi di forti svalutazioni del cambio sono stati associati a un peggioramento della qualità del credito. Dopo la crisi del 1992 il rapporto tra sofferenze e crediti raggiunse livelli superiori a quelli attuali cfr. Banca d'Italia (2017) fig.6

<sup>27</sup> Durant e Villemot (2016), utilizzando una "fundamental equilibrium exchange rate methodology", stimano addirittura che la nuova valuta si apprezzerrebbe dell'1 per cento, grazie all'attivo della bilancia dei pagamenti di parte corrente e la posizione finanziaria netta sull'estero di poco negativa.

<sup>28</sup> La forse più sofisticata previsioni econometrica sugli effetti dell'uscita dell'Italia dall'euro è quelle effettuate da Bagnai e altri (2017) che compiono anche varie analisi di sensitività per tener conto di overshooting dei tassi di cambio, episodi di panico bancario e altri eventi estremi. La dimensione di questi eventi e l'analisi dei loro effetti vengono tuttavia quantificati considerando precedenti casi di crisi europea o prendendo a riferimento paesi con dimensione simile di attività finanziarie nette a quelle dell'Italia. Per i motivi sopra esposti, anche le più gravi crisi europee del passato, come quella del 1992, o quelle di altri paesi non si possono confrontare con quella di un paese in uscita dall'euro. Analoghe considerazioni valgono per Allen (2017) che però prevede un default del debito.

potrebbe essere pilotato ad accettare un riallineamento *una tantum*. Bootle accenna all'*inflation targeting*, come si fece nel Regno Unito dopo la crisi del 1992 ma egli stesso ammette che una banca centrale, in una situazione di così grave disordine monetario difficilmente potrebbe mettere a rischio la sua credibilità, tutta da ricostruire, con un *inflation targeting*.

Il cambio dipende dal sistema di accordi internazionali in cui una valuta entra, e può essere influenzato solo se la banca centrale è dotata di ingenti riserve valutarie. Non sono chiari né il regime di relazioni internazionali in cui si inserirebbe un'Italia uscita dall'euro, né il tipo di sostegno al cambio che potrebbe fornire la Banca d'Italia con un attivo in titoli italiani falcidiato dalla ristrutturazione del debito e riserve valutarie, come mostra la Tav.7 di gran lunga inferiori alle passività sull'estero, in continua crescita per effetto dell'aumento dei saldi TARGET<sup>29</sup>.

Stiglitz (2017) propone un divorzio amichevole e l'introduzione di un "euro flessibile" con singoli paesi o gruppi di paesi che creerebbero una loro moneta elettronica, e si accorderebbero su meccanismi di sostegno reciproco, miranti a mantenere i tassi di cambio entro una forchetta ristretta. È però difficile immaginare un percorso amichevole, con paesi in condizioni creditorie e debitorie fortemente divergenti come quelle attuali (la Bundesbank a giugno vantava un credito nei confronti della BCE di 861 miliardi e la Banca d'Italia un debito di 414 miliardi) e nella prospettiva di un ritorno a un sistema di bande di oscillazione dei cambi che in Europa è già stato sperimentato ed è stato irreversibilmente archiviato dopo la crisi del 1992 e 1993.

Gli unici regimi possibili sarebbero probabilmente un sistema di libera fluttuazione del cambio, che però renderebbe la nuova valuta preda delle più svariate pressioni speculative, o un sistema rigidamente amministrato, protetto da una fitta rete di controlli sui movimenti di capitale, una scelta chiaramente suicida per un paese fortemente integrato con l'economia internazionale come l'Italia.

---

<sup>29</sup> I saldi TARGET sono quelli che si formano alla fine di ogni giornata operativa tra le posizioni creditorie e debitorie delle singole banche centrali nazionali originate dalle operazioni su TARGET2. Il saldo negativo (positivo) rappresenta un debito (credito) della singola banca centrale nei confronti della BCE. Come ha chiarito il Presidente della BCE, Mario Draghi in una lettera ad alcuni membri italiani del Parlamento europeo ([https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/170120letter\\_valli\\_zanni\\_1.en.pdf?be6aea5c0aa3596d1d08149b510ea707](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/170120letter_valli_zanni_1.en.pdf?be6aea5c0aa3596d1d08149b510ea707)) il saldo TARGET costituisce un debito da ripagare nel caso di uscita dall'euro. Negli ultimi anni il saldo debitorio della Banca d'Italia su TARGET2 è aumentato come conseguenza della riduzione dell'indebitamento con l'estero delle banche italiane e della ricomposizione del portafoglio dei residenti verso attività diverse dai titoli di Stato italiani e dalle obbligazioni bancarie. L'impatto di questi fattori è stato solo parzialmente compensato dall'aumento del surplus delle partite correnti di bilancia dei pagamenti. (cfr. il riquadro: *L'andamento del saldo della Banca d'Italia su TARGET2* del capitolo 10 nella Relazione Annuale sul 2016).

**Tav. 7** **Banca d'Italia: Attività e Passività sull'estero**  
(dati in miliardi di euro di fine anno)

	2015	2016
<b>ATTIVITA' SU ESTERO (A)</b>	221,1	237,3
di cui: Riserve	120,1	129,1
di cui: Oro	76,9	86,6
<b>PASSIVITA' SU ESTERO (B)</b>	257,5	367,8
<b>Posizione Netta sull'Estero (A - B)</b>	-36,4	-130,5
<i>per memoria</i>		
<b>Titoli in euro in portafoglio</b>	207,7	327,4

Fonte: Banca d'Italia (2017) p.72

## 6. La creazione di monete parallele

Una possibile “terza via” tra mantenimento dell'euro e creazione di più ampi margini di flessibilità per i singoli stati membri sarebbe l'emissione di monete parallele. Ne hanno parlato Marine Le Pen in Francia e Silvio Berlusconi in Italia, anche se i dettagli di queste proposte non sono noti e probabilmente non esistono. Secondo i proponenti, la loro introduzione darebbe un forte impulso alla crescita, alleviando le condizioni di austerità imposte dall'Europa sui paesi debitori. Il Movimento 5 Stelle in Italia ha inserito nel suo programma l'introduzione della moneta fiscale (Codogno Galli 2017). Si tratterebbe di titoli emessi dallo Stato che, alla scadenza, ad esempio due anni, potrebbero essere utilizzati dal detentore per il pagamento di imposte e altre obbligazioni nei confronti dell'Amministrazione Pubblica. Data questa proprietà, verrebbero accettati come mezzo di pagamento.

Secondo Bossone e Cattaneo (2017) l'emissione di questi certificati, denominati Tax Credit Certificates (TCCs), sarebbe legalmente possibile perché ogni stato membro è autonomo nella tipologia di titoli da emettere e nel loro utilizzo per la concessione di eventuali dilazioni negli obblighi fiscali<sup>30</sup>. Un'elargizione massiccia, del tipo *helicopter money*, di questi titoli, potrebbe fortemente sostenere la domanda interna<sup>31</sup>. Inoltre la maggiore spesa pubblica non coperta con maggiori entrate peggiorerebbe nell'immediato il disavanzo dello Stato e dunque il debito ma questo effetto verrebbe compensato dalle maggiori entrate fiscali generate dalla maggiore crescita del reddito. Vi è anche uno studio di Mediobanca (2014), secondo cui in Italia un'emissione di TCC di 20 miliardi nel 2016 avrebbe fatto crescere il PIL del 3 per cento nel 2016. L'effetto espansivo sarebbe dipeso dal miglioramento della capacità di spesa di imprese e famiglie, con effetti positivi su consumi e investimenti.

<sup>30</sup> Le rating agencies sono però sempre molto attente alla struttura e scadenza media del debito.

<sup>31</sup> Secondo Cotogno e Galli (2017b) l'emissione di questi titoli implicherebbe comunque un aumento del debito pubblico.



## Gli effetti della emissione di “quasi monete” sulla crescita in Argentina

In Argentina le monete parallele (o “quasi monete”) furono introdotte con motivazioni simili. Vi fecero ricorso 15 province, su un totale di 23, per pagare stipendi ed effettuare altre spese in una situazione di forti rigidità della politica di bilancio del governo federale (Argüero 2013 p.32). La prima iniziativa fu quella della provincia di Buenos Aires che emise i famosi *patacones*, titoli al portatore pagabili a una data futura nella valuta argentina. Anche il governo federale introdusse un suo strumento, molto simile alla moneta fiscale di cui si parla oggi, con la motivazione di dover assicurare una perequazione tra dotazioni di bilancio delle province. Si trattava di un titolo federale di piccolo taglio, denominato Lecop (*letras de cancelación de obligaciones provinciales*), che poteva essere utilizzato per futuri pagamenti di tasse. Nel loro momento di massima diffusione la consistenza delle monete parallele raggiunse quasi il 50 per cento di tutta la moneta denominata in peso in circolazione (IMF 2003 p.34). Alla fine del 2001 era comune, per i lavoratori argentini, ricevere i loro salari in due o tre diverse monete. “Il settore privato sfruttò rapidamente le nuove monete come uno strumento per ridurre i costi del lavoro e quindi aggirare le rigidità del mercato del lavoro” (De la Torre et al. 2003, p.90). Esse contribuirono quindi alla crescita del lavoro nero e al settore informale dell’economia.

Valutare l’effetto dell’emissione di monete parallele su occupazione e reddito delle province che vi hanno fatto ricorso non è facile perché nel 2002, dopo l’uscita dal *currency board*, la base monetaria in moneta nazionale subì una forte accelerazione. Lo scopo originale, quello di pagare salari pubblici per dare impulso all’attività economica, fu quindi in qualche modo diluito dalla massiccia creazione monetaria. In uno dei pochi dettagliati studi sull’argomento è stato però effettuato un interessante confronto tra gli andamenti di reddito e occupazione delle province che hanno emesso monete parallele e quelli delle altre province. Secondo questo studio “le province che emisero queste monete non sperimentarono un aumento né nell’occupazione totale né nell’attività economica di alcuni settori specifici. Per di più, province simili mostrano simili risultati o mostrano che le province che avevano emesso le loro monete ebbero un più alto tasso di distruzione di posti di lavoro nel settore privato” (Argüero Luis Ignacio 2013 p. 29).

Il motivo di questo risultato, secondo l’autore, è che l’emissione di monete parallele contribuì a diffondere condizioni di incertezza sulle prospettive economiche e finanziarie delle province che vi fecero ricorso e dubbi sulla volontà del governo centrale di difendere il regime di cambio. Nonostante l’aumento dei consumi dovuti alle maggiori disponibilità di mezzi quasi monetari, gli investitori si dimostrarono riluttanti ad investire e fare programmi di assunzioni, per l’aumentato senso di precarietà delle condizioni economiche di quelle province. Quando poi l’iniziativa fu rilanciata a livello nazionale dal presidente Rodriguez Saa alla fine del 2001, come si è già visto, l’effetto sulle aspettative fu disastroso perché da tutti interpretata come il preludio alla rottura del regime di cambio, cosa che in effetti avvenne pochi giorni dopo.

## Un’Unione “Bi-Monetaria” Europea?

In linea di principio questi effetti negativi sulle aspettative potrebbero essere attenuati se l’emissione di “quasi monete” da parte dei singoli stati fosse promossa da una coalizione di “paesi volenterosi” dell’area dell’euro o almeno tollerata a livello europeo. Si tratterebbe



di proporre una sorta di sistema bimonetario, reminiscenze dei sistemi bimetallici del passato. Il problema dei sistemi bimetallici è però sempre stato quello della loro intrinseca instabilità a causa della ben nota legge di Gresham, secondo cui in un sistema economico in cui circolano contemporaneamente due monete, quella cattiva, con minore valore intrinseco, tende a scacciare la buona. A livello internazionale fallirono perché ogni nazione tendeva a definire autonomamente il tasso di cambio tra i due metalli, che quindi variava da paese a paese. Un problema analogo si è verificato con le “quasi-monete” in Argentina che ovviamente non avevano alcun valore intrinseco ma potevano essere emesse in quantità diverse da provincia a provincia. Come illustrato dalla Tav 8, i tassi di cambio con il peso argentino variavano da un massimo del 100 per cento a un minimo del 42 per cento e si collocavano su un valore del 95 per cento per le due “quasi-monete” più diffuse. Inoltre, secondo il FMI, a eccezione dei *patacones*, queste monete non erano accettate in pagamento nelle altre province.

Visto da un altro angolo, il problema che pone la diffusione di “quasi-monete” è la difficoltà per la banca centrale a condurre una politica monetaria coerente a livello nazionale quando le “quasi-monete” erodono o rendono imprevedibile la domanda della moneta ufficiale e la loro emissione può avere effetti diversi sui prezzi da provincia a provincia. Attualmente la politica monetaria unica europea tiene in qualche modo conto delle condizioni medie monetarie dell’area<sup>32</sup>. Se ogni paese potesse decidere una doppia circolazione monetaria come dovrebbero essere modificati i criteri per stabilire il tasso di interesse di riferimento ufficiale sull’euro e quale valore segnaletico avrebbe questo tasso? Ad esempio nell’attuale discussione sull’uscita dalla politica di *quantitative easing*, il cosiddetto *tapering*, potrebbero venir meno le remore a un aumento dei tassi se i paesi in maggiore difficoltà economica potessero beneficiare della valvola di sfogo di una emissione aggiuntiva di moneta locale. Converrebbe all’Italia?

Anche il coordinamento delle politiche fiscali divenne complicato in Argentina perché l’emissione di titoli di debito convertibili in *pesos* finì per riflettersi sul debito nazionale. Quando infatti il governo decise, nel 2003, di toglierle dalla circolazione, dovette ricorrere a una emissione speciale di titoli governativi, i BOGAR i cui proventi furono utilizzati per riscattare le “quasi monete” delle province, che nel giro di un anno scomparvero.

---

<sup>32</sup> Eventuali tensioni locali, ad esempio sui prezzi dei valori immobiliari, possono in linea di principio essere contrastate con strumenti macroprudenziali, la cui competenza è demandata ai singoli Stati.

**Tav. 8**                    **Argentina: Tassi di cambio di alcune quasi monete in circolazione**  
*(novembre 2002)*

Emittente	\$ ARG mln	tasso cambio (in percentuale)
<b>Lecops (federale)</b>	3159	95
<b>Buenos Aires</b>	2583	95
<b>Cordoba</b>	800	90
<b>Corrientos</b>	206	42
<b>Entre Rios</b>	219	53
<b>Formosa</b>	73	70
<b>Mendoza</b>	59	95
<b>La Rioja</b>	15	100
<b>San Luis</b>	30	100

Fonte: FMI (2013)

## 7. Conclusioni

Le forze politiche che propongono una uscita dall'euro non sembrano interessate a fornire dettagli sui programmi che hanno in mente<sup>33</sup>. È quello che è successo con la Brexit, dove al momento del voto non è stato spiegato agli elettori che cosa in pratica quella scelta avrebbe comportato. L'uscita dall'euro ha invece una dimensione tecnica, oltre che economica e politica, di cui i cittadini dovrebbe essere messi a conoscenza per permetter loro di decidere se sostenere chi volesse perseguire questa strada. Questo lavoro, attraverso un confronto con l'esperienza argentina, ha esaminato i principali di questi aspetti tecnici.

Il più complesso è come riorganizzare il sistema della circolazione monetaria in Italia. La creazione dell'euro è stata accompagnata e in parte preceduta dalla creazione di un sistema di regole e procedure uniformi per effettuare pagamenti e regolare le transazioni finanziarie in Europa. È stata una realizzazione che ha permesso di abbattere i costi di transazione per famiglie e imprese e ridurre i divari di competitività rispetto alle altre grandi aree valutarie. Ha però comportato lo smantellamento dei sistemi nazionali e la loro progressiva sostituzione con infrastrutture centralizzate a livello europeo. Nell'area dell'euro, la principale realizzazione è stata la creazione del sistema TARGET2, che costituisce l'arteria portante della circolazione monetaria. Mentre in Argentina il sistema analogo trattava sia *pesos* che dollari, in Europa TARGET2 non è utilizzabile per valute diverse dall'euro. Per l'Italia, non poterlo

<sup>33</sup> Nel manifesto più recente delle forze sovraniste italiane dal titolo "Oltre l'Euro per tornare grandi" ci si limita a dire che "Le azioni necessarie per cambiare moneta minimizzando i danni non sono semplici, ma un governo determinato ad agire ha tutti gli strumenti per poterlo fare, e sono noti tutti i passi necessari, compresi quelli legislativi". cfr Borghi (2017)

utilizzare significherebbe bloccare un flusso di pagamenti che nel 2016 è stato di 72 miliardi di euro in media al giorno. Sarebbe come una trombosi della circolazione monetaria, senza la possibilità di alcun *by pass* verso circuiti alternativi, almeno per i flussi più importanti di pagamento. Per il paese diventerebbe estremamente complicato e costoso effettuare transazioni con il resto dell'Europa e accedere ai mercati finanziari e valutari internazionali, che sono fondamentali per un'economia con un alto debito come quella italiana e fortemente legata al settore delle esportazioni. Con il rischio che, una volta perso l'accesso diretto a questi mercati, si venga relegati al ruolo di paese di secondo livello per un periodo di tempo che andrebbe ben oltre quello della transizione a una nuova moneta.

Le poche analisi sugli aspetti operativi dell'Italexit ignorano quasi interamente questo problema e si concentrano sul problema della creazione di una nuova moneta circolante, trattato peraltro in modo molto semplicistico. La sostituzione di 3 miliardi e 600 milioni di banconote in euro oggi in circolazione porrebbe questioni logistiche molto complesse e le soluzioni ponte che i fautori dell'Italexit propongono, come la stampigliatura degli euro e la moneta elettronica, non sono facilmente percorribili e in ogni caso richiederebbero tempi lunghi. Il valore complessivo del circolante in euro è di 181 miliardi, corrispondente a quasi l'11 per cento del PIL. Non riuscire a sostituirlo in tempi brevi con una nuova moneta inciderebbe pesantemente sui consumi. A soffrirne sarebbero soprattutto gli strati più deboli della società, i piccoli esercizi commerciali, le micro-imprese, molti operatori individuali, le regioni del Sud più di quelle del Nord.

La creazione di una nuova moneta e soprattutto di un nuovo sistema dei pagamenti richiederebbero dunque lunghi preparativi prima di essere attuate. Sicuramente non sarebbe questione di poche settimane o anche di pochi mesi. E l'idea che tutto questo possa essere fatto in gran segreto è assurda. È un progetto le cui finalità andrebbero necessariamente condivise con un numero ampio di persone, consulenti, fornitori di tecnologia informatica eventuali provider esterni, le banche e gli altri utenti del sistema e che alla fine andrebbe discusso anche con gli altri principali interlocutori internazionali. Per evitare che la diffusione della notizia provochi massicce fughe di capitali, per un periodo di tempo prolungato dovrebbero essere mantenuti controlli rigidi sui movimenti di capitali con l'estero e limiti all'accesso del pubblico ai conti bancari. Poche misure hanno un effetto così dirompente sull'economia di un paese e sulla società come controlli di questo tipo. In Argentina, provvedimenti molto meno radicali e di durata molto inferiore rispetto a quelli che dovrebbero essere imposti per un paese in uscita dall'euro provocarono disordini sociali che causarono molte vittime e un tumultuoso passaggio di consegne politiche che vide cambiare cinque presidenti nel giro di tre settimane.

Le difficoltà della transizione alla nuova moneta e il disordine finanziario che l'accompagnerebbero renderebbero inevitabile il default sul debito. In Italia, la ristrutturazione del debito dovrebbe essere ben più radicale di quella, già estrema, dell'Argentina. In quel paese infatti il debito pubblico era meno della metà di quello italiano, in percentuale del PIL, e per quasi il 60 per cento detenuto da non residenti. Inoltre il governo argentino riuscì ad escludere dalla ristrutturazione una buona parte del debito detenuto dai residenti. In Italia, invece, la quota detenuta da non residenti è intorno al 30 per cento e in continua diminuzione perché gli investitori esteri stanno avvantaggiandosi del *quantitative easing* attuato dalla Banca Centrale Europea per alleggerire i loro portafogli di titoli dei paesi "periferici". Una

ristrutturazione del debito avrebbe un effetto dirompente sulla ricchezza delle famiglie e metterebbe in crisi un sistema finanziario già duramente provato dalla duplice crisi degli ultimi anni, con seri contraccolpi sull'attività produttiva e sulla stessa capacità di esportazione del paese.

Uscita dall'euro e default sul debito avrebbero poi gravi conseguenze anche sulla Banca d'Italia, che sarebbe oberata da debiti nei confronti della BCE superiori alle proprie riserve e da massicce perdite sul proprio portafoglio titoli. Verrebbe meno o fortemente limitata la capacità della Banca centrale di difendere il cambio della nuova valuta che finirebbe per essere esposto alle più svariate e imprevedibili pressioni speculative.

L'esperienza argentina mostra anche i pericoli che deriverebbero dall'introduzione di monete parallele. All'inizio l'emissione di "quasi monete" ebbe un effetto localizzato e di segno incerto nelle province che le emisero. Quando poi il governo centrale decise di proporre una terza moneta a livello nazionale, fu come dar fuoco a una miccia che nel giro di pochi giorni fece precipitare la crisi. Anche in Italia l'iniziativa di emissione di una moneta parallela o "fiscale" potrebbe essere interpretata come il primo passo verso un'uscita dall'euro, soprattutto se a proporla fossero forze politiche chiaramente ostili all'euro. Sarebbe inoltre giudicata criticamente dalle società di rating, sempre molto attente ai livelli del debito e alla qualità degli strumenti per finanziarlo. In linea di principio questi pericoli potrebbero essere attenuati se la proposta fosse portata avanti a livello europeo da un'ipotetica alleanza in favore di un'unione "bi-monetaria". L'esigenza di adattare regole uniformi in campo monetario e fiscale alle realtà dei singoli paesi è legittima ma lo strumento per soddisfarla non può essere un sistema di doppia circolazione monetaria. La storia del bimetallismo insegna che questi sistemi sono per loro natura instabili e l'esperienza recente dell'Argentina prova che l'emissione di monete parallele complicherebbe enormemente la conduzione della politica monetaria e il coordinamento delle politiche di bilancio.

C'è da sperare che queste considerazioni e altre formulate nel corso del recente dibattito portino finalmente le forze politiche a convincersi della assoluta impraticabilità dell'ipotesi di uscita dall'euro, e della pericolosità di soluzioni apparentemente di compromesso come la creazione di monete parallele. Le probabilità che iniziative di questo tipo abbiano effetti devastanti sull'economia del paese sono molto alte. Ed è anche molto alto il rischio che un simile salto nel buio finisca per diventare un suicidio politico per qualunque forza di governo lo volesse proporre.

Continuare a dibattere di queste proposte costituisce un pericoloso diversivo rispetto alla discussione sulle scelte che il nostro paese dovrà comunque fare per consolidare la ripresa e aggredire il problema del debito pubblico. Soprattutto, il rischio per l'Italia è di rimanere tagliata fuori dall'importante dibattito che si sta avviando su come riformare la governance europea e gli strumenti di gestione delle crisi finanziarie e sociali, in un momento in cui si inizia a manifestare una convergenza di opinioni sulla necessità di riformare l'attuale, del tutto inadeguato, assetto istituzionale europeo.

### Riferimenti bibliografici

Allen Jack (2017), “What if Italy left the euro-zone?” *European Economic Focus*, Capital Economics, 3 marzo.

Argüero Luis Ignacio (2013), “Regional currencies and employment creation: The case of Argentina, 2001-2003”, <http://www-cres.senda.hiroshima-u.ac.jp/24-03.pdf>

Bagnai Alberto (2012), “A Primer on the Euro Breakup: Default, Exit and Devaluation as the Optimal Solution “, <http://albertobagnai.it/wp-content/uploads/2016/02/Tepper2012.pdf>

Bagnai Alberto, Brigitte Granville, Christian A. Mongeau Ospina (2017), “Withdrawal of Italy from the euro area: Stochastic simulations of a structural macroeconomic model” *Economic Modelling* 64, pp.524-538.

Banca d’Italia (2017a), “Considerazioni Finali del Governatore”, 31 maggio.

Banca d’Italia (2017b), “Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d’Italia”, 31 maggio.

Banca d’Italia (2017c), “Relazione Annuale”, Appendice Statistica, 31 maggio.

Banco Central de la Republica Argentina (2000), “Main Features of the Regulatory Framework of the Argentine Financial System”, [http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/SistemasFinancierosYdePagos/mas1200\\_i.pdf](http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/SistemasFinancierosYdePagos/mas1200_i.pdf)

Bini Smaghi Lorenzo (2017), “La tentazione di andarsene”, *Il Mulino*.

Bootle, R. (2012), “Leaving the euro: a practical guide” *Capital Economics*.

Borghi Aquilini Claudio (2017), “Oltre l’Euro per tornare grandi”, in [www.bastaeuro.org](http://www.bastaeuro.org)

Bossone Biagio, Cattaneo Marco (2016), “‘Helicopter tax credits’ to accelerate economic recovery in Italy (and other Eurozone countries)” *VoxEU.org*, 4 January.

Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), World Bank (2000), “Payments and Securities Clearance and Settlement Systems in Argentina”.

Codogno Lorenzo and Giampaolo Galli (2017), “Italexit is not a solution for Italy’s problems” *LuiSS School of European Political Economy Policy Brief* – February 23.

Codogno Lorenzo and Giampaolo Galli (2017b), “Perché la moneta fiscale non è la manna dal cielo” *Il Sole 24 Ore* 17 aprile.

De la Torre Augusto, Eduardo Levy Yeyati, and Sergio Schmukler (2003), “Living and Dying with Hard Pegs”, *Economia*, 43-107.

Durand Cédric, Sébastien Villemot (2016), “Balance Sheets after the EMU: an Assessment of the Redenomination Risk”, OFCE.

ECB (2016) TARGET Annual Report.

Eichengreen Barry (2007), “The Breakup of the Euro Area”, NBER Working Paper 1339.

Guidotti Pablo and Juan Pablo Nicolini (2016), “The Argentine banking crises of 1995 and 2001: An exploration into the role of macro-prudential regulations”. Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Hormann Gunter (1991), “Foreign Exchange Payments in Europe from the Consumer’s Viewpoint” in Banca d’Italia (1991) “Proceedings of the Workshop on Payment System Issues in the Perspective of EMU”, November.

IMF (2003), 2002 Article IV Consultation, July.

IMF (2003b), “Lessons from the Crisis in Argentina” October.

IMF (2005), 2005 Article IV Consultation IMF Country Report No. 05/236.

Krugman (2015), “Argentine Lessons For Greece” *blog JULY 9, 10:24 AM*.

Levy Yeyati Eduardo, Mario Blejer (2010). “Leaving the euro: What’s in the box?” *VoxEU.org* 21 July.

Mediobanca Securities (2015). Country Update, “Italy – Tide turns as recovery starts”, 17 Nov.

Mediobanca Securities, (2017) Country Update, “Italy -Re-denomination risk down as time goes by”, 19 January.

Messori Marcello, “The frying pan burns less than the fire. Why Italy should not go out of the euro”, SEP Policy Brief, n. 3 May, 2014, pp. 1-8.

Migliore Claudio (2003) “A Closer Look at Argentina” *The Treasurer*, April, <https://www.treasurers.org/ACTmedia/Apr03TTMigliore24-26.pdf>

Passacantando Franco (1991) “The Payment System in the Context of EMU: The Role of Central Banks” in Banca d’Italia (1991) *op.cit.*

Shapiro Robert J. and Nam D. Pham, (2006) “Discredited - The Impact of Argentina’s Sovereign Debt Default And Debt Restructuring on U.S Taxpayers and Investors” October, [http://www.sonecon.com/docs/studies/argentina\\_1006.pdf](http://www.sonecon.com/docs/studies/argentina_1006.pdf)

Stiglitz, Joseph E (2017), “L’Euro. Come una moneta comune minaccia il futuro dell’Europa”. Einaudi, Torino.

Stiglitz Joseph E., Martin Guzman (2017 b), “Argentina Shows Greece There May Be Life After Default” 3 apr., [http://www.huffingtonpost.com/joseph-e-stiglitz/argentina-greece-default\\_b\\_7697838.html](http://www.huffingtonpost.com/joseph-e-stiglitz/argentina-greece-default_b_7697838.html)

Stratfor Enterprises WorldView (2001) “New Argentine Currency is First Step Toward Hyperinflation”, 27 dec., <https://worldview.stratfor.com/analysis/new-argentine-currency-first-step-toward-hyperinflation>

Van Petegem Antoon (1991) “Cross Border Payment Services In Europe: a View from the Corporate Sector” in Banca d’Italia (1991) *op.cit.*

Weisbrot Mark, Rebecca Ray, Juan Montecino, and Sara Kozameh (2011), “The Argentine Success Story and Its Implications”, CEPR.

Yglesias Matthew “How Greece leaving the euro would actually work”, in “Vox” 16 July 2015.