

## COVER STORY

## EURO SÌ, EURO NO

# Europa senza valuta unica? «È fantafinanza»

Gestori e accademici bocciano gli scenari post-euro. Irlanda prima per bond emessi sotto giurisdizione estera

■ Nel 2011, in piena crisi dello spread, alcune case di investimento realizzarono report e simulazioni sulla scomparsa dell'euro. Gli scenari si sprecavano e, in alcuni, venivano anche previsti sommovimenti sociali. Per fortuna è andata in modo diverso. Oggi, come viene spiegato nella pagina a fianco, il "Basta euro" è diventato cavallo di battaglia di alcuni movimenti politici in vista delle elezioni europee. Dall'altra ci sono appelli di illustri economisti italiani che mettono in guardia da tale deriva. Allora abbiamo deciso di sentire mercato e accademici per sondarne gli umori. Fra quelli che hanno parlato in modo manifesto e chi invece ha preferito restare anonimo, la maggioranza è convinta che l'euro ha un lungo futuro. C'è qualcuno che non considera proprio immaginabile qualcosa di diverso dalla moneta unica e, anche in caso di una ipotetica conversione da euro in lire (o dracma, peseta e altre divise), pretende che i debiti vengano sempre onorati sulla base del valore della vecchia valuta. Se tirato per la giacchetta, qualcuno immagina una banda di oscillazione del 10% per i Paesi più deboli: euroA ed euroB. Ma l'ipotesi è considerata di difficile attuazione. Infine le valutazioni post-euro con la premessa, viene sottolineato,

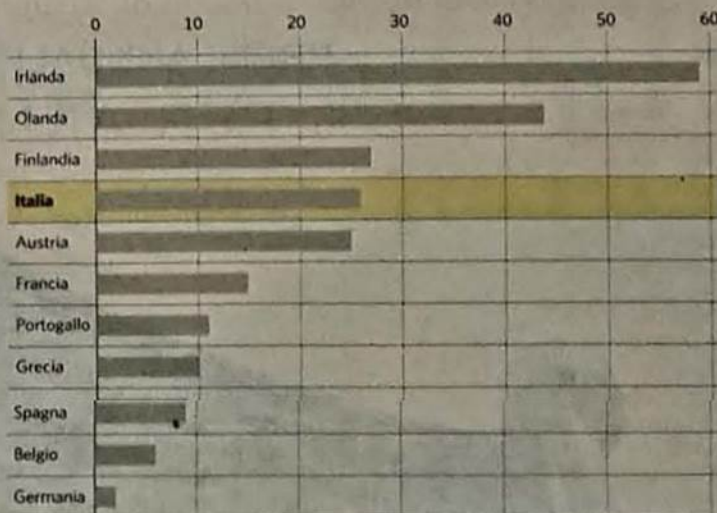
che siamo nell'ambito della fantafinanza. Le analisi partono sempre da una medesima domanda e cioè «quanto debito il Paese ha sotto giurisdizione estera?». Sembra il punto cruciale. Traduciamo per i non avvezzi al tema: quante obbligazioni sono state emesse da aziende e banche italiane, per esempio, sotto la legge inglese o Usa? Vuol dire che in uno scenario post-euro, bisognerà ripagare i debiti in una moneta che si presume svalutata rispetto, appunto, a dollaro o sterlina. Con un evidente aumento dei costi.

#### BOND SOTTO LEGGE STRANIERA

«Se esiste una clausola che assegna il mio debito alla legge del creditore estero, allora anche se da domani sarà in circolazione la nuova lira italiana, io sarò costretto a pagare il mio debito sempre in euro a fronte di redditi e risparmi che con tutta probabilità saranno denominati in lire e si svaluteranno nel tempo. Dunque in questo caso il debitore italiano subirà un aggravio di costi mentre il creditore si ritrova in una situazione di vantaggio economico»: a parlare è **Marcello Minenna**, docente di Finanza matematica alla Bocconi ed autore del libro "La moneta incompiuta". Con dati alla mano (vedi tabella in pagina), Minenna ci spiega quali sono i Paesi con maggiore esposizione su tale tipo di investimento: al primo posto vi è l'Irlanda con il 60% di bond sotto legge estera, seguita da Olanda, Finlandia e Italia che è intorno al 28 per cento. «Tali dati mostrano la percentuale di obbligazioni emesse da banche e aziende di Paesi dell'Eurozona che ricadono sotto una giurisdizione estera, in

#### La percentuale di bond di diritto straniero

Obbligazioni emesse sotto giurisdizione estera  
% sul totale ammontare emesso



FONTE: Banca dei Regolamenti Internazionali (Bis)

#### ALCUNI NUMERI DA RICORDARE

**199,7 miliardi**

**LTRO IN ITALIA**  
Secondo i dati diffusi il 7 aprile dalla Banca d'Italia, l'indebitamento delle banche del nostro Paese a medio e lungo termine nei confronti della Bce è sceso a fine marzo sotto i 200 miliardi (199,7 miliardi) per la prima volta dal febbraio 2012.

**60%**

**IRLANDA AL PRIMO POSTO**  
Secondo i dati della Banca dei regolamenti internazionali, a fine 2012 l'Irlanda era il Paese europeo con la più alta percentuale di bond di banche e aziende emessi sotto giurisdizione estera rispetto al totale del debito (incluso quello governativo).

rapporto al totale del debito che include anche quello governativo - aggiunge **Minenna** -. Più è alta questa percentuale, minori sarebbero i benefici di un'uscita dalla moneta unica dato che i debiti andrebbero comunque ripagati in euro con aggravio dei costi».

#### FANTAFINANZA E AVVOCATI

Ecco il punto. Troppe interconnessioni (e complicazioni finanziarie) che rendono «inimmaginabile l'uscita dell'Italia dall'euro»: Carlo Gentili, amministratore delegato di Nextam Partners, esclude la possibilità di conversione da euro in lira. «In tasca ho euro non lire e pretendo che i miei crediti vengano ripagati con la stessa moneta - aggiunge Gentili -. Se in uno scenario di fantafinanza vi fosse la conversione in lire, ebbene al creditore bisognerebbe pagare in lire l'equivalente del credito in euro. Ecco perché ribadisco che siamo di fronte a uno scenario impossibile». Secondo l'amministratore delegato di Directa SIm, Marco Fabbri, entrare in un'unione monetaria così strutturata è stato un grave errore e nel lungo termine il tema di un'uscita dell'Italia dall'euro si riproporrà: «Tuttavia, nel breve termine, questa opzione è impraticabile e servirebbe uno sforzo organizzativo che nessuno al momento è in grado di pianificare e gestire». E aggiunge: «Ci siamo ormai spinti troppo avanti e ci sono troppe interconnessioni. L'ipotetico abbandono della moneta unica darebbe il via a infinite contestazioni e dispute legali che potrebbero far felici solo gli avvocati».



## COVER STORY

## EURO SÌ, EURO NO

# La moneta Ue non è un optional

Cosa potrebbe accadere ai prodotti finanziari in caso di uscita dall'euro. Le clausole previste dalle banche

Pagine a cura di  
**Vittorio D'Angerio**  
e **Mauro Del Corno**

Un processo complicato, difficile da prevedere nei suoi sviluppi e con un rischio, non trascurabile, che possa finire fuori controllo. L'ipotetico abbandono della moneta unica da parte dell'Italia produrrebbe infatti contraccolpi sull'universo del risparmio di cui è difficile stimare la portata ma che certamente non sarebbero indolori (vedi tabella in pagina). È illusorio rifarsi a "precedenti" poiché quella della zona euro è una situazione unica, con una stretta interconnessione di mercati finanziari e credito, in un'epoca in cui i capitali si muovono senza confini e con una velocità sconosciuta in passato. Una sola esigua categoria di investitori avrebbe, in termini strettamente finanziari, da guadagnare dall'eventuale uscita dall'euro. Vale a dire chi possiede ingenti patrimoni investiti in titoli esteri da cui trae la parte preponderante dei propri introiti: i flussi di rendita non verrebbero intaccati ma crescerebbero in termini "relativi" in un Paese con moneta svalutata.

#### CLAUSOLE E PROSPETTI

La ridenominazione del debito italiano in una nuova valuta rappresenterebbe un "credit event" per l'organismo internazionale che regola i contratti derivati (Isda). In altre parole, l'Italia sarebbe considerata in default con temporanea esclusione dai mercati internazionali e lunghi strascichi di dispute giudiziarie. I trattati europei contemplano l'uscita dall'Unione euro-

pea (articolo 50 trattato di Lisbona) ma non disciplinano l'abbandono della moneta comune. Dove non c'è diritto prevale la forza: difficile che un Paese che decida di abbandonare la moneta unica possa imporre le sue condizioni per tutto quello che riguarda le "zone grigie". Soprattutto nella fase più acuta della crisi del debito dei Paesi periferici dell'eurozona (fine 2011, prima parte del 2012) alcuni contratti di finanziamento hanno previsto clausole dedicate a regolare le conseguenze di un'uscita dall'Unione monetaria. Questi scenari tornano a fare capolino nei prospetti degli aumenti di capitale delle banche italiane. Nel recente documento del Banco Popolare per esempio, in pagina 72 ("Rischi connessi alla crisi del debito dell'Eurozona"), si definiscono come «imprevedibili» le conseguenze di un'uscita di alcuni Paesi dell'Eurozona anche se poco rilevanti in termini di Pil.

#### BANCHE SOTTO OSSERVAZIONE

Le prime cinque banche del Paese possiedono titoli di Stato italiani per un valore di circa 200 miliardi di euro; complessivamente il sistema bancario ha in pancia 400 miliardi tra Bot e Btp. In caso di ristrutturazione del debito, le perdite sarebbero ingenti e richiederebbero un intervento di sostegno pubblico. In vista dell'abbandono della moneta si creerebbero tensioni sulla curva degli interessi con quelli a breve che eguaglierebbero o supererebbero quelli a lungo termine; altro fattore che metterebbe sotto pressione le banche che sfruttano la differenza dei tassi finanziandosi a lungo termine e prendendo in prestito a breve. Non solo. I titoli di Stato sono spesso utilizzati come collateralizzati nei contratti "repo" (in cui, semplificando, si offrono in pegno titoli in cambio di finanziamenti da un'altra banca). Se i Btp non venissero più accettati, si chiuderebbe un altro dei rubinetti con cui le banche si finanziano e l'effetto finale sarebbe un'ulteriore e violenta stretta creditizia.

#### I POSSIBILI EFFETTI SUGLI STRUMENTI FINANZIARI SCENARI DIVERSI, SVALUTAZIONE CERTA

##### ◆ Titoli di Stato italiani

Lo Stato può decidere il rimborso in lire anziché in euro per i titoli di Stato emessi sotto la sua giurisdizione (la quasi totalità). Se questa ipotesi diventasse più che trascurabile è però lecito attendersi forti vendite di titoli che ne ridurrebbero il valore sui mercati. Il danno potrebbe attenuarsi se il titolo venisse portato a scadenza ma a quel punto subirei l'effetto della svalutazione della nuova moneta. Se, ma è solo per semplificare l'ipotesi, ho comprato 1.000 euro di Btp e mi vengono rimborsati con 1.000 nuove lire, che nel frattempo si svalutate ad esempio del 10%, avrò comunque perso dei soldi. Per titoli non indicizzati all'inflazione subirei inoltre l'effetto di un contesto economico più influenzato dall'aumento dei prezzi rispetto a quello attuale.

##### ◆ Titoli di stato esteri

Non cambia nulla. Se ho un titolo americano o tedesco continuerò a percepire interessi e rimborso in dollari ed euro. Con una moneta nazionale più debole guadagnerò ulteriormente in termini di potere d'acquisto.

##### ◆ Obbligazioni societarie

Per le obbligazioni emesse in

euro sotto il diritto italiano vale quanto detto per i titoli di Stato ma con un rischio più alto di default dell'emittente in conseguenza dei contraccolpi dell'uscita dall'euro. Molte grandi imprese italiane si troverebbero infatti a dover sostenere il peso di obbligazioni emesse sotto il diritto di altri Stati (ad esempio Olanda o Inghilterra). Interessi e rimborsi andrebbero ripagati in euro mettendo in difficoltà soprattutto gruppi che fatturano prevalentemente in Italia, dunque in lire svalutate, e hanno esposizioni significative su questo tipo di bond (vedi tabella). Chi invece possiede obbligazioni di società estere continuerà a percepire cedole e dividendi nella valuta d'origine con vantaggi aggiuntivi derivanti dal gioco dei cambi.

##### ◆ Azioni italiane

La conversione non cambia la quota di società che possiede ma rimborsi e dividendi verrebbero pagati con la nuova moneta. Il generale clima di incertezza, il peggioramento delle condizioni di credito, avrebbero però l'effetto di provocare vendite e deprimere i valori dei titoli. Difficile che questi fattori negativi siano compensati dal recupero di competitività legato alla valuta più debole. Per le

azioni estere non cambia nulla: dividendi e proventi della vendita continuano ad essere percepiti nella valuta originaria.

##### ◆ Derivati

Come per tutti i contratti finanziari, dipende tutto dal foro di competenza e dalla valuta di riferimento. Ovvio che se il contratto è denominato in dollari, non cambia nulla. Se il contratto è in euro e la giurisdizione di riferimento è - come spesso capita - Londra, allora ricadremo nel caso dei bond sotto giurisdizione estera. Comunque gran parte dei contratti derivati in essere ha qualche clausola che contempla quanto può accadere nel caso di eventi eccezionali legati a cambi di valuta, ristrutturazioni del debito e altro, prevedendo per esempio la risoluzione del contratto e/o l'erogazione di somme predefinite.

##### ◆ Fondi-Sicav-Etf

In questo caso dipende dal sottostante. Se ci sono, per esempio, titoli di Stato italiani nel portafoglio del "veicolo", vi sarà un effetto sul valore della quota in caso di conversione da euro a lira. C'è poi la questione del domicilio dello strumento finanziario con tutte le conseguenze fiscali del caso.

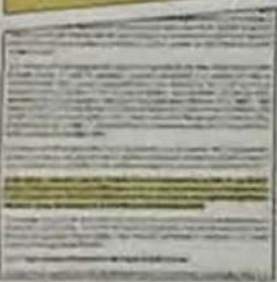
#### VANTAGGI ALLE IMPRESE?

Le imprese, e le loro azioni, potrebbero avere qualche vantaggio operando con una valuta più debole. Non abbastanza però per compensare il peggioramento delle condizioni creditizie e il costo dell'energia importata. Anche perché il vantaggio competitivo sarebbe modesto. Uno studio del 2012 del Centro studi Confindustria mostra come la produzione basata su filiere globali riduca di molto i vantaggi della svalutazione. Le aziende che esportano beni finali importano commodity ma anche semilavorati il cui costo salirebbe essendo pagati con una valuta più debole.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

#### LE CONSEGUENZE IMPREVEDIBILI

**BANCO POPOLARE**



#### AUMENTO CAPITALE BANCO POPOLARE

La clausola sulle conseguenze «imprevedibili» per l'Eurozona di un'eventuale uscita di alcuni Paesi dall'Unione monetaria