

Limes

RIVISTA ITALIANA DI GEOPOLITICA

Sistemici e incoscienti
Perché possiamo far saltare tutto
E come dobbiamo salvarci

QUANTO VALE L'ITALIA

LIMES È IN EBOOK E SU IPAD • WWW.LIMESONLINE.COM



€ 15,00



5/2018 • MENSILE

EDITORIALE

7 **Proviamo a esistere**

PARTE I

QUEL CHE SIAMO, NON SIAMO, DOVREMMO ESSERE

- 31 **Gian Paolo CASELLI e Gabriele PASTRELLO - Senza Italia salta l'euro ma anche l'Europa tedesca**
- 43 **Dario FABBRI - L'insospettabile omogeneità degli italiani**
- 51 **Isaia SALES - L'Italia riunita dalle mafie**
- 61 **Ilvo DIAMANTI - Le Italie perdute e sbiadite**
- 67 **Massimo LIVI BACCI - Meglio meno non è meglio**
- 75 **Fabio MINI - Siamo servi di serie B e non serviamo a niente**
- 89 **Gianandrea GAIANI - Missioni, finanze, industria: le ambiguità (a)strategiche della Difesa italiana**
- 99 **Paolo PELUFFO - Grandezza del Risorgimento**
- 107 **Alessandro ARESU - Gli Stati dell'Italia**
- 117 **Sabino CASSESE - 'Il vincolo esterno come rimedio al deficit di Stato'**
- 121 **Marcello MINENNA - Se a Berlino cade il tabù dell'euro indivisibile**
- 129 **Andrea DEL MONACO - Se i creditori salvano solo sé stessi**
- 139 **Paolo QUERCIA - Il valore del vuoto, finestra di opportunità o inizio della fine?**

PARTE II

ITALIA/ITALIE

- 149 **Stefano BOERI - Lo stato di Milano, capitale involontaria**
- 155 **Andrea RICCARDI - 'C'era una volta Roma capitale'**
- 161 **Massimo FRANCO - Francesco non ha risolto la crisi della Chiesa di Roma**
- 169 **Fabrizio MARONTA - Il senso geopolitico del Sud**
- 175 **Giuseppe PROVENZANO - Il Sud lasciato a sé stesso affossa l'Italia**
- 185 **Piero MESSINA - La Sicilia alla deriva**
- 193 **Marcello ANSELMO - L'imprevedibile ascesa dei neoborbonici**

- 201 Mario CALIGIURI e Antonio SELVATICI - Gioia Tauro, l'ennesima occasione sprecata
- 207 Franciscu SEDDA - 'La casa è piccola ma il cuore è grande' Sardegna sovrana?
- 213 Dario FABBRI - Perché l'Italia non può rinunciare all'Alto Adige
- 221 Paolo MANTOVAN - Il doppio passaporto ai sudtirolesi: bluff o bomba a orologeria?
- 229 Roberto COLLETTI - Trento non ci sta a fare il fortino antiaustriaco

PARTE III

COME (NON) CI VEDE CHI CONTA NEL MONDO

- 237 Clemens FUEST - 'Questo euro non è per sempre'
- 241 Antonia COLIBASANU - Lo specchio delle crepe: la funzione tattica dell'Italia per gli Usa
- 247 Francesco SISCI - Le quattro occasioni offerte da Pechino a Roma, naturalmente sprecate
- 253 Laris GAISER - L'Europa di Mezzo punta su Trieste e sul Nord-Est, Roma non conta nulla
- 261 Pierre-Emmanuel THOMANN - Il negletto potenziale dell'asse franco-italiano

AUTORI

269

LA STORIA IN CARTE

a cura di Edoardo BORIA

271

CARTE DELLE FERROVIE ITALIANE

Fondazione FERROVIE DELLO STATO

SE A BERLINO CADE IL TABÙ DELL'EURO INDIVISIBILE

di *Marcello MINENNA*

In Germania si ragiona apertamente di un meccanismo d'uscita dalla moneta unica che non obblighi, come ora, a lasciare anche mercato unico e unione doganale. Gli scenari di German- e Italexit. Se succedesse l'irreparabile, la Bce non ci farebbe sconti.

If there are parts of the euro area that are worse off inside the Union, doubts may grow about whether they might ultimately have to leave. And if one country can potentially leave the monetary union, then this creates a replicable precedent for all countries¹.

Mario Draghi

L'

1. EURO È NATO SENZA PREVEDERE LA possibilità di una retromarcia legale da parte degli Stati membri, con la motivazione che ciò avrebbe rafforzato il processo unidirezionale verso un'unione politica. Fu una scelta di carattere politico della cui efficacia *ex post* e della cui opportunità *ex ante* è lecito dubitare. L'economista statunitense Martin Feldstein² definì la scelta di negare la possibilità di uscita come foriera di conflitti a livello intra-europeo. Di sicuro, l'assenza di una clausola d'uscita traeva legittimazione da una prospettiva di integrazione sì monetaria, ma successivamente fiscale e infine politica.

La visione³ di un'Europa federale venne tratteggiata durante la Conferenza intergovernativa sull'Unione politica nel 1990 a Roma⁴. Le successive trattative, che

1. «Se vi sono parti dell'Eurozona che stanno peggio dentro l'Unione, potrebbe farsi strada l'idea che sia opportuna una loro uscita. E se un paese può potenzialmente lasciare l'unione monetaria, si stabilisce un precedente che può essere seguito da tutti gli altri paesi», M. Draghi, discorso (in inglese) all'Università di Helsinki, 27/11/2014.

2. «Una caratteristica cruciale dell'Ue in generale e dell'Unione monetaria in particolare è che non esiste un modo legale per uno Stato membro di uscirne. Si tratta di un'unione celeste destinata a durare per sempre. Ma se i paesi membri scoprono che il passaggio alla moneta unica danneggia le loro economie e che il nuovo assetto politico non li convince, alcuni di essi potrebbero voler uscire. (...) L'esperienza statunitense con la secessione del Sud potrebbe offrire alcune lezioni circa i pericoli di un trattato o di una costituzione che non prevedono vie d'uscita», M. FELDSTEIN, «EMU and International Conflict», *Foreign Affairs*, dicembre 1997.

3. «Con riferimento ai suoi sviluppi interni, i capi di Stato e di governo hanno espresso la loro determinazione (...) a definire le fasi del processo di trasformazione della Comunità in un'unione politica, che agirà da strumento di stabilizzazione dell'Europa», dichiarazione del presidente dell'Europarlamento al Consiglio europeo, Roma, 15/12/1990.

4. Intergovernmental Conference (Igc) on Political Union, 15/12/1990, Roma.

portarono alla stesura e alla firma del Trattato di Maastricht nel 1992, indebolirono il significato sostanziale di unione politica, circoscrivendolo a una più limitata «unione delle politiche estere», ma mantennero l'impianto nominalistico.

Secondo il *consensus* dominante all'epoca, sistemi monetari che ammettessero una possibilità di uscita sarebbero stati intrinsecamente instabili e aggredibili più facilmente dalla speculazione internazionale. Nella prospettiva di un *no way-out* l'Unione monetaria non venne disegnata dunque come un'entità separata, ma come una proprietà specifica dell'Unione Europea. I trattati citano esclusivamente politiche economiche e monetarie⁵ condotte dall'Eurosistema – cioè dalla Banca centrale europea (Bce) e dalle banche centrali nazionali (Bcn) dell'Eurozona; ma l'Eurosistema o l'Eurozona non hanno una personalità legale specifica, riconosciuta solo alla Bce.

Difatti ogni Stato membro dell'Ue ha l'obbligo di introdurre l'euro non appena certe condizioni di stabilità economico-finanziarie vengano soddisfatte. Specifiche esenzioni vennero accordate solo al Regno Unito e alla Danimarca, rafforzando pertanto il legame normativo inscindibile tra Ue ed euro. Anche l'ingresso della Grecia fu realizzato nel 2001 attraverso la revoca di un'esenzione. Uscire dall'unione monetaria non è quindi possibile senza abbandonare l'Ue, perché la prima non esiste in senso giuridico senza la seconda.

L'uscita dall'Ue è stata finalmente regolata nel 2007 attraverso l'articolo 50 del Trattato di Lisbona. Fino ad allora non era chiaro se un paese potesse abbandonare legalmente l'Unione, anche se si tendeva comunque a riconoscere la possibilità di uscita in forza del diritto internazionale sull'estinzione delle obbligazioni contrattuali⁶. In particolare, la Convenzione di Vienna accorda a uno Stato sovrano il diritto⁷ di recedere da un trattato se interviene un cambiamento sostanziale delle circostanze tale da modificare i presupposti originari dell'assunzione di impegno o da rendere insostenibile la situazione per uno dei paesi firmatari. Con l'articolo 50 il diritto comunitario concede dunque una *way-out* legale, disinnescando al contempo il diritto a ricorrere alle norme di diritto internazionale, essendo la questione completamente esaurita attraverso l'inserimento della clausola. La struttura normativa dell'euro è stata dunque concepita per impedire a priori un'uscita attraverso mezzi diversi dall'articolo 50.

2. La proposta ufficiale del gruppo di influenti economisti tedeschi Hans-Werner Sinn, Clemens Fuest, Kai Konrad e Christoph Schmidt è radicale: la legislazione comunitaria dovrebbe prevedere espressamente una procedura di uscita dall'Eurozona, sulla falsariga dell'articolo 50 recentemente invocato dal Regno Unito⁸. I proponenti sono figure di spicco nell'accademia tedesca e hanno una certa influenza nel nuovo governo di coalizione di Angela Merkel.

5. Tfeu (Treaty on the Functioning of the European Union), parte III, titolo VIII, cap. 1-2.

6. Vienna Convention on the Law of Treaties, 23/1/1969.

7. *Ivi*, art. 62 (clausola *rebus sic stantibus*).

8. «UK Prime Minister's Letter to European Council President Donald Tusk», goo.gl/Z6NNk6.

Secondo il gruppo, la clausola si inserirebbe nel più ampio progetto di riforme lanciato dalla Commissione europea lo scorso 6 dicembre⁹, che comprende tra l'altro l'istituzione del Fondo monetario europeo e di un ministro unico per l'Eurozona. L'attivazione della clausola di uscita sarebbe su base volontaria e fortemente regolamentata nei tempi e nelle modalità di negoziazione¹⁰.

Con buona pace dell'irrevocabilità dell'euro, i tedeschi vogliono dunque una via d'uscita dalla moneta unica diversa dall'articolo 50, la cui applicazione implicherebbe anche l'abbandono del mercato unico europeo e dell'unione doganale. La sospensione della libera circolazione del capitale e delle merci comporterebbe per l'economia manifatturiera tedesca, ultra-integrata con i paesi satelliti, costi che appaiono proibitivi anche ai pensatori radicali tedeschi.

C'è da chiedersi perché i più influenti economisti tedeschi si preoccupino di progettare una *way-out* dall'euro nonostante una crescita del (loro) prodotto interno lordo al 3%, una disoccupazione al 3,6% (ai minimi da quarant'anni) e un attivo commerciale che sfiora i 300 miliardi di euro. La ragione va cercata nei tentativi della Commissione europea, su spinta del governo francese e di una parte della Bce, di introdurre strumenti normativi che consentano la condivisione dei rischi tra i paesi membri. Infatti, una riforma dell'Eurozona anche solo debolmente orientata alla condivisione del rischio sovrano e che incrementasse i trasferimenti di risorse verso i paesi periferici significherebbe per la Germania rinunciare all'assetto corrente: un assetto nel quale l'industria tedesca può sfruttare la robusta ripresa del mercato europeo interno per le proprie esportazioni a prezzi ultracompetitivi.

A breve il Consiglio europeo dovrebbe decidere sulle proposte della Commissione. Nel caso in cui l'euro-burocrazia riuscisse a forzare il processo d'integrazione verso una mutualizzazione dei rischi giudicata inaccettabile a Berlino, una via di fuga istituzionale consentirebbe alla Germania di abbandonare l'Eurozona in condizioni di vantaggio, cioè senza uscire dall'Ue e dal mercato unico. Ma c'è dell'altro.

Un punto chiave nella proposta è che i saldi interbancari Target2 (T2) tra i paesi membri, oggi fortemente divergenti, siano regolati per intero in euro. Magari non nell'immediato, ma con modalità che seguirebbero una laboriosa negoziazione, come è accaduto per la determinazione dell'atto di divorzio tra Regno Unito e Ue. La dirigenza tedesca è preoccupata dall'accumularsi dei saldi T2, con squilibri crescenti tra le banche centrali creditrici dei paesi centrali e quelle debentrici dei paesi periferici. Il saldo a credito della Bundesbank a fine marzo 2018 ha raggiunto un picco *monstre* di 923 miliardi. La clausola offrirebbe alla Germania un diritto legale all'escussione del saldo nei confronti di tutti gli altri paesi membri e un cuscinetto procedurale anche nel caso di *Italexit* (uscita dell'Italia dall'euro), impedendo una dissoluzione disordinata dell'Unione monetaria.

9. «A Roadmap for Deepening Europe's Economic and Monetary Union», Commissione europea, goo.gl/b8Jm3z

10. «Is the euro sustainable – and what if not?», ESMT Berlin, 14/3/2018.

Vedremo come questa preoccupazione abbia senso solo perché negli ambienti accademici tedeschi oramai si ragiona esplicitamente nella direzione di una Germania senza euro.

3. Target2 è uno dei bracci operativi dell'Eurosistema istituito per regolare in maniera efficiente il credito interbancario. Nel tempo è cresciuto in un sistema contabile complesso di debiti e crediti tra le varie Bcn dell'Eurozona. L'intermediazione per il tramite delle Bcn delle transazioni transfrontaliere tra banche private di diverse nazionalità serve principalmente per ridurre il rischio di controparte. Il 90% delle transazioni transfrontaliere denominate in euro passa attraverso il canale T2, quindi le banche trovano utile il servizio di «garanzia» svolto dalle Bcn. Il sistema offre ulteriori benefici dati dalla condivisione di un unico standard, dai rapidi tempi di regolamento, dall'efficienza e dai costi ridotti.

Per il peculiare funzionamento del sistema T2, le Bcn non regolano tra loro le transazioni, iscrivendole semplicemente come poste all'interno del proprio bilancio. Si tratta di debiti/crediti contabili tra Bcn, non esigibili e senza scadenza, remunerati da un tasso d'interesse quasi simbolico¹¹. In altri termini, il saldo T2 rappresenta una stratificazione di registrazioni contabili di operazioni finanziarie già regolate (e quindi «morte») tra i sistemi bancari europei¹².

Nel caso tedesco, il saldo è lievitato nel tempo per la liquidità riveniente perlomeno dall'enorme attivo commerciale, mentre il saldo T2 a debito di Italia e Spagna è cresciuto per via della contabilizzazione di ingenti trasferimenti di capitale finanziario verso l'estero: azioni, obbligazioni, fondi comuni lussemburghesi, olandesi e tedeschi. Italiani e spagnoli preferiscono insomma detenere la propria ricchezza all'estero. I saldi T2 tengono dunque traccia contabile di uno squilibrio persistente nei flussi commerciali e finanziari dell'Eurozona¹³, causato prima dalla fissazione irrevocabile dei tassi di cambio tra le (ex) valute dei paesi membri, poi dagli effetti collaterali delle misure straordinarie prese dalla Bce (tra cui il *quantitative easing*) in risposta alla crisi del 2011-12. Considerato che Banca d'Italia e Bundesbank sono solo succursali della Bce, i saldi T2 potrebbero essere potenzialmente di entità illimitata.

Se un paese dovesse abbandonare unilateralmente la moneta unica, le Bcn coinvolte si scinderebbero dalla Bce e riacquisirebbero autonomia di bilancio. I debiti virtuali accumulati nei saldi T2 diventerebbero reali e dovrebbero essere regolati. Allo stato attuale non è chiaro né come, né in quale valuta di riferimento.

La Bce ha una posizione definitasi nel tempo, ma ha lasciato aperti spazi interpretativi: in una celebre risposta scritta del gennaio 2017 all'interrogazione di euro-parlamentari italiani¹⁴, il presidente Mario Draghi dichiarò che nel caso estremo di un'uscita (dell'Italia) dalla moneta unica i saldi T2 sarebbero dovuti essere regolati

11. Si tratta del *main refinancing rate* fissato dalla Bce, attualmente pari allo 0%.

12. M. MINENNA «The ECB's Story on Target2 Doesn't Add up», *Financial Times*, 14/9/2017.

13. «TARGET (Im)balances at Record Level: Should We Worry?», European Parliament Think Thank, novembre 2017.

14. «Letter from the ECB President to Mr Marco Valli and Mr Marco Zanni», 18/1/2017, <https://goo.gl/RrGq3Y>.

Tabella 1 - ATTIVO DELLA BANCA D'ITALIA NEL 2017 (mld di euro)	
Oro	85.283
Attività in valuta	43.599
Rifinanziamento a istituzioni creditizie	251.692
Titoli di politica monetaria	657.677
Portafoglio d'investimento (azioni, obbligazioni e altre attività in euro)	139.541
Crediti intra-Eurosistema	45.818
Totale	930.682

nell'immediato, e in euro. Un'interpretazione autentica che rinfocolò le tensioni nell'Eurozona alla vigilia del voto presidenziale francese. Pochi mesi dopo lo stesso Draghi, a seguito di polemiche con il parlamentare olandese Thierry Baudet e l'europarlamentare tedesco Hans-Olaf Henkel¹⁵, fece marcia indietro¹⁶, dichiarando che la Bce non poteva fare ipotesi sulla fine dell'euro data la sua irrevocabilità. Infatti, la dichiarazione di Draghi implicava specularmente che le nazioni in credito come Germania e Olanda dovessero essere «premate» per la decisione di uscita con il regolamento a proprio favore dei saldi T2. Un incentivo all'uscita che la Bce non poteva legittimamente sostenere.

Ad aprile 2018 la Bce, attraverso le dichiarazioni del suo vicepresidente Vitor Constancio¹⁷, è tornata sull'affermazione fatta da Draghi, traendone (finalmente) tutte le conseguenze logiche. Mentre Draghi affrontava il tema dell'uscita di un paese debitore (con riferimento implicito all'Italia), Constancio ha chiarito cosa dovrebbe succedere in caso di uscita di un paese creditore, come la Germania. Di seguito si considerano le ipotesi di uscita unilaterale di Italia e Germania dall'Eurozona e l'impatto possibile sul bilancio delle Bcn nello scenario Bce di pieno regolamento in euro dei saldi T2.

Scenario di uscita unilaterale dell'Italia dall'Eurozona. L'Italia decide di abbandonare l'Unione monetaria. La Banca d'Italia si scinde dalla Bce e riacquisisce autonomia di bilancio. Il saldo negativo T2 – 447 miliardi di euro a marzo 2018 – diventa un debito nei confronti delle altre banche dell'Eurosistema, registrato contabilmente come posta del passivo. La Banca d'Italia dovrebbe «far fronte» a questo debito con le poste dell'attivo (riportate in *tabella 1*).

Cosa significa «fare fronte»? Se il debito resta non esigibile perché d'altronde senza scadenza, è come se Banca d'Italia dovesse «garantire» con le sue poste attive il passivo T2 verso la Bundesbank e le altre Bcn. Al di là degli aggiustamenti contabili necessari, niente di concreto sembrerebbe succedere.

15. «Ambiguity with TARGET2 in Case of a Country Leaving the Eurosystem – Question for Written Answer», 20/4/2017, goo.gl/xtrsZA

16. «Letter from the ECB President to Mr Marco Zanni», 6/6/2017, goo.gl/eifCAU

17. «ECON Committee Meeting of The European Parliament Held in Occasion of the ECB Balance Sheet Approval», 9/4/2018, goo.gl/iTPhMo. La risposta del vicepresidente Vitor Constancio a Klinz è al minuto 00:42 del video; quella ad Annemans al minuto 1:12.

Tabella 2 - ATTIVO DELLA BUNDESBANK NEL 2017 (mld di euro)	
Oro	117.347
Attività in valuta	56.663
Rifinanziamento a istituzioni creditizie	99.180
Titoli di politica monetaria	512.125
Portafoglio d'investimento (azioni, obbligazioni e altre attività in euro)	23.128
Crediti intra-Eurosistema (comprende Target2)	919.183
Totale	1.727.626

Scenario di uscita unilaterale della Germania dall'Eurozona. Il caso tedesco è del tutto speculare. Il credito T2 della Bundesbank (*tabella 2*), registrato come posta dell'attivo, è nei confronti delle altre banche dell'Eurosistema, che lo garantirebbero con l'attivo di bilancio.

Lo scenario conservativo in cui, a parte i debiti aggiustamenti contabili, nulla cambierebbe nel funzionamento del sistema T2 ha una probabilità di realizzazione esigua. Infatti se il governo tedesco dovesse abbandonare l'Ue e il sistema T2, la Bundesbank cercherà plausibilmente di avere accesso diretto al credito ex T2 chiedendone l'esigibilità. Le banche centrali dei paesi membri che restano dovrebbero ripagare il debito attraverso il contestuale trasferimento di poste dell'attivo: cioè titoli di Stato, valute estere e oro.

4. I suddetti scenari confliggono. Parte del credito «potenziale» della Bundesbank (oltre 900 miliardi di euro) verso l'Eurozona diventerebbe di impossibile riscossione in caso di un'uscita unilaterale di Italia e Spagna; l'inesigibilità sarebbe totale se fosse il governo a optare per il ritorno al marco. Il presidente della Bundesbank Weidmann pare ne sia consapevole; nel marzo 2012 la pubblicazione di stralci di una lettera riservata a Draghi causarono notevole scompiglio tra le istituzioni comunitarie. Secondo indiscrezioni di stampa, mai confermate ufficialmente, Weidmann avanzava un'ipotesi¹⁸ di collateralizzazione dei saldi T2, dove le Bcn avrebbero dovuto porre a garanzia di saldi negativi degli attivi di sicuro valore, come l'oro.

Dalla documentazione legale sembra però che i conti tecnici su cui vengono regolate le transazioni T2 siano soggetti a legge nazionale¹⁹. Di conseguenza, non è possibile escludere che un tentativo di ridenominazione in nuova lira, o dracma o peseta, verosimilmente svalutate, non possa essere tentato in sede legale dal paese uscente. In questo scenario, il valore altamente volatile di queste divise potrebbe alterare profondamente qualsiasi stima di costo/profitto. In caso di rottura

18. «Die Bundesbank fordert von der EZB bessere Sicherheiten», *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 29/2/2012.

19. «Disclosure Report TARGET2 Assessment against the Principles for Financial Market Infrastructures», Bce, giugno 2016, goo.gl/ZQ4gCc

dell'euro poi, il problema di riferirsi a una ex valuta come parametro per il regolamento dei saldi T2 configurerebbe scenari molto complessi.

Pertanto, il rischio che una banca centrale nazionale uscente debba far fronte a sbilanci nel proprio attivo/passivo è alto. Questo equivarrebbe a operare in regime di *negative equity* (in cui cioè il valore del credito, svalutato, è inferiore al valore nominale della somma originariamente prestata). Per una banca centrale dotata di sovranità monetaria questa circostanza non è ingestibile; molte banche sudamericane e non²⁰ hanno operato in regime di *negative equity*. La stessa Bce ha ammesso²¹ che una condizione di *negative equity* non rappresenterebbe un impedimento alla normale operatività, ma potrebbe essere al più un problema di reputazione.

Per questa ragione è inverosimile che la Bundesbank, la quale punta a un ferreo controllo dell'inflazione, accetti di operare in regime di *negative equity*. In definitiva, lo scontro di interessi contrapposti tra le Bcn si concretizzerebbe nell'accumulo di una quantità enorme di contenziosi legali.

Dal punto di vista tedesco, dunque, sia che l'Italia rischi di uscire dall'euro per via di un governo non cooperativo, sia nell'ipotesi (osteggiata da Berlino) che si vada verso forme di condivisione del rischio, conviene che esista una procedura ordinata di uscita dall'euro. La proposta degli economisti tedeschi antepone l'interesse nazionale a quello comunitario, prevedendo una scappatoia per la Germania proprio da quell'Europa dei trasferimenti che fungeva da presupposto al «salto nel buio» della moneta unica.

Una clausola di uscita così delineata non sarebbe di beneficio per l'Italia; anzi, la penalizzerebbe. Al di là dell'esigibilità dei saldi T2, una procedura rigida nei tempi e nelle modalità (stile articolo 50) tenderebbe ad aumentare, piuttosto che a ridurre, i costi di uscita. La posizione della Bce diverrebbe infatti cruciale nel periodo di negoziazione, perché dovrebbe fungere da ombrello protettivo per il sistema bancario nazionale almeno fino alla fine del periodo transitorio (se non oltre).

L'esperienza della crisi greca del 2015²² non incoraggia a sperare in una Bce collaborativa. E se anche in apparenza lo fosse, rimarrebbe comunque uno strumento di pressione formidabile. Storicamente, gli accordi di cambi fissi tendono a rompersi improvvisamente. L'esistenza di una banca centrale a sostegno di un sistema di cambi fissi rende il processo di ritorno alle valute nazionali più difficile, ma anche più costoso.*

20. «Central Bank Losses and Experiences in Selected Countries», Fmi, Working Papers, 1/4/2005.

21. «Profit Distribution and Loss Coverage Rules for Central Banks», Bce, aprile 2016.

22. Y. STOURNARAS, «The Impact of The Greek Sovereign Crisis on the Banking Sector – Challenges to Financial Stability and Policy Responses by the Bank of Greece», discorso alla American School of Classical Studies (Atene), 8/6/2016.