

Uscita dall'Euro e FDI in Italia: un'analisi qualitativa

Di Francesco Del Prato

I. Introduzione

Nell'ambito del dibattito pubblico italiano si è spesso affacciata l'ipotesi di un'uscita dall'euro. Quali sarebbero le conseguenze? Molti hanno sottolineato l'impatto che l'abbandono della moneta unica avrebbe sulle finanze pubbliche. Meno esplorata è invece un'altra dimensione: l'effetto sugli investimenti esteri in Italia e sugli investimenti italiani all'estero. Entrambe queste variabili sono strettamente legate alla crescita economica.

Il ritorno alla valuta nazionale implicherebbe la ridenominazione del debito in una nuova moneta, che per comodità possiamo assumere essere la lira. Tale operazione verrebbe immediatamente seguita da una "svalutazione competitiva", che molti analisti fanno oscillare tra il 10% e il 30%.

L'impatto di questa scelta avrebbe conseguenze – talvolta gravi, come nel caso del debito pubblico; talvolta limitate, come nel caso dei salari reali – sulla totalità delle variabili macroeconomiche. Alcune di queste relazioni sono prevedibili con un buon grado di certezza, altre invece sono caratterizzate da maggiore incertezza, per via della numerosità delle variabili in gioco e per via della difficoltà di isolare gli effetti di un terremoto tanto grande. Tra queste ultime, rientrano il rapporto tra le svalutazioni e i cosiddetti *Foreign Direct Investment* (FDI), intesi come un flusso di capitali internazionali, tipicamente ma non necessariamente in termini di trasferimenti operati da grandi aziende, spesso multinazionali, verso le proprie controllate nel paese di destinazione.¹ Tra i tanti fattori che influenzano i FDI in un paese, ce ne sono due particolarmente interessanti: l'andamento dei tassi di cambio e la loro volatilità. Queste misure sarebbero fortemente condizionate da una svalutazione, e quindi sono immediatamente chiamate in causa in caso di un'uscita dell'Italia dall'euro.

L'impatto della svalutazione sui tassi di cambio è comunque solo uno dei tanti

1 Secondo la Banca d'Italia, "si definiscono investimenti diretti gli investimenti effettuati da un soggetto residente in un paese (investitore diretto o casa madre) con l'obiettivo di stabilire un legame durevole con un'impresa (impresa oggetto dell'investimento o affiliata) che opera in un paese diverso da quello in cui risiede l'investitore diretto. L'interesse durevole è riscontrato qualora l'investitore diretto possieda almeno il 10 per cento del capitale sociale con diritto di voto dell'impresa affiliata. Le statistiche relative agli investimenti diretti comprendono tutti i rapporti creditorii o debitori tra imprese facenti parte dello stesso gruppo: azioni; utili reinvestiti; strumenti di debito (prestiti infra-gruppo)."

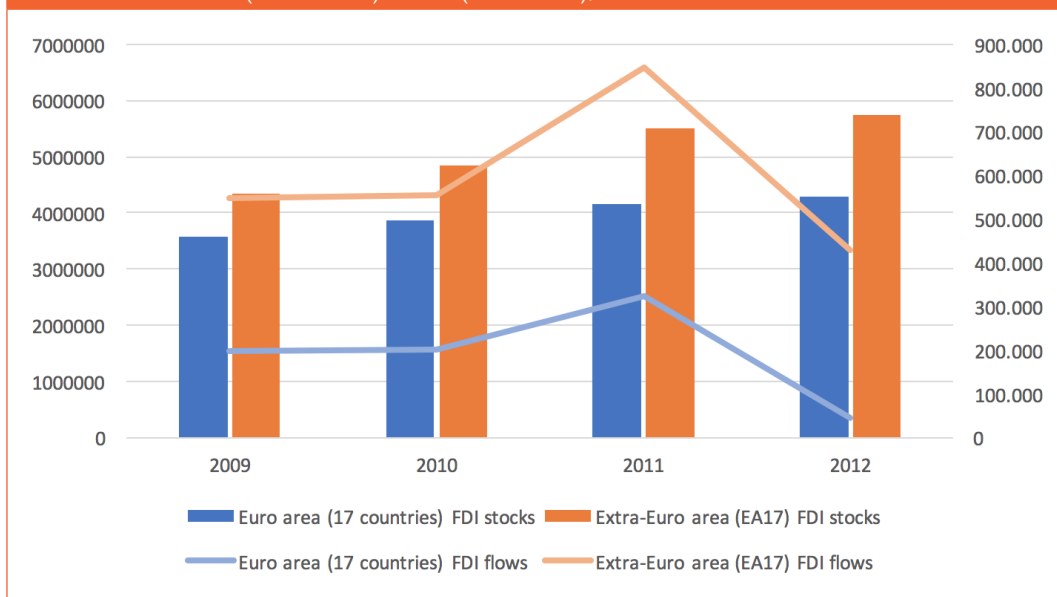
Francesco Del Prato, Fellow dell'Istituto Bruno Leoni, è laureato in Economia e Scienze Sociali all'Università Bocconi e lavora attualmente come collaboratore parlamentare alla Camera dei Deputati..

problemi che deriverebbero dall'abbandono della moneta unica: tale operazione comporterebbe conseguenze ancora più rilevanti su molte altre variabili economiche (Codogno & Galli 2017). L'effetto di una svalutazione sui FDI è infatti solo una delle tantissime reazioni che questa scelta innescherebbe, e sono altre le variabili che inciderebbero in maniera violenta sulla produzione e la bilancia commerciale, a partire dall'andamento del debito pubblico e dalla possibilità di accesso al credito da parte delle aziende. Inoltre, la letteratura esistente ha messo in luce le relazioni con spostamenti del tasso di cambio tendenzialmente contenuti, o comunque non derivanti da shock esogeni come l'abbandono di un'unità monetaria (e una conseguente svalutazione tipicamente molto violenta).

Ciononostante, resta interessante provare a indagare quali sarebbero gli effetti di una scelta tanto grave su queste variabili, tenendo presente la difficoltà di isolare i singoli fattori in una simile circostanza, peraltro mai sperimentata, e di trarne previsioni realmente attendibili. La strada più utile – e umile – da percorrere è quella di basarsi sulla letteratura esistente per riuscire a trarre un quadro il più cauto e verosimile possibile. La ragione di questo interesse va cercata nelle condizioni particolari in cui si trova l'economia italiana. Con un trend pluridecennale di stagnazione della produttività e un crollo della produzione e degli investimenti che è stato solo parzialmente recuperato rispetto al periodo pre-crisi, le prospettive di crescita del nostro paese sono legate proprio alla capacità del sistema di attirare nuovi capitali. Inoltre, l'insediamento di aziende estere sul territorio nazionale è generalmente associato a fenomeni di trasferimento tecnologico e promuove l'integrazione delle imprese – specie nei paesi che si sono specializzati nella produzione di beni intermedi – nelle catene globali del valore.

FIGURA 1

Euro Area FDI – stock (scala sinistra) e flussi (scala destra), in milioni di euro



Fonte: Banca d'Italia

2. Unione monetaria e FDI.

Prima di indagare quali sarebbero gli effetti di un'uscita dalla moneta unica sugli investimenti diretti esteri dei paesi membri, è utile tracciare un quadro che possa descrivere quali siano stati gli effetti stimati dell'ingresso e della permanenza nell'euro sulle variabili che ci interessano.

Un bilancio piuttosto chiaro, in un grosso e rigoroso lavoro sull'impatto dell'adozione della nuova moneta sull'intero sistema di esportazioni e flussi di capitali dell'Eurozona, è offerto da Baldwin et al. (2008). Dal documento emerge in maniera chiara un effetto complessivamente favorevole dell'adozione dell'Euro sui FDI. In Figura 1, l'andamento degli investimenti diretti negli ultimi anni verso l'esterno – per flussi e stock – fuori e dentro l'Eurozona.

In particolare, l'impatto si è rivelato decisamente più importante nella manifattura e nella produzione industriale, rispetto agli ambiti imprenditoriali afferenti ai servizi. È probabile che diversi livelli di regolamentazione (Istituto Bruno Leoni 2016) e le barriere all'entrata nel settore dei servizi abbiano agito e continuino ad agire come forte deterrente per i motori dei FDI; in particolare per le fusioni e acquisizioni (M&A) transfrontaliere in tutti i paesi, stando ai dati presenti fino al 2008.

Inoltre, l'effetto favorevole della moneta unica si rivela maggiore per le operazioni all'interno di settori omogenei, rispetto a quelle tra settori diversi. L'Euro sembra aver dunque facilitato fusioni e acquisizioni estere all'interno della stessa Eurozona, piuttosto che rafforzare la creazione di attività di conglomerazione tra settori differenti. Un fatto importante per l'Italia, sottolineato nel report, è che la moneta unica ha sì favorito l'attività di M&A interna ed estera nelle imprese sia grandi che piccole, ma il suo effetto sulle piccole imprese è stato pregiudicato dal loro posizionamento nella *global value chain*, rispetto ai tentativi di integrazione verticale e orizzontale.

È poi interessante sottolineare come l'effetto sugli investimenti diretti esteri che provenivano dall'esterno dell'Eurozona sia stato stimato in circa la metà dell'effetto all'interno di essa – pur mantenendosi comunque positivo in entrambi i casi. Questo è probabilmente anche spiegabile con le possibilità di condurre una politica monetaria comune e più espansiva, da parte delle banche centrali. Di conseguenza, i costi di finanziamento si riducono e questa riduzione incentiva gli investimenti, nazionali ed esteri.

Folfas (2012) sottolinea poi la possibilità di un ulteriore contributo dato dall'unione monetaria nell'incentivo ai FDI sotto forma dell'eliminazione della volatilità dei tassi di cambio tra le valute dei paesi partecipanti – aspetto che verrà ripreso successivamente e che contribuisce all'aumento dei flussi di FDI bilaterali.

Tuttavia, tracciare un impatto quantitativo complessivo dell'adozione dell'euro nei confronti dei FDI non è facile, e la letteratura non converge su un numero condiviso. C'è consenso generale, come abbiamo visto, sul segno positivo, ma le stime vanno da +15% per i flussi interni e +7,5% per i flussi provenienti da paesi fuori dall'area Euro, a +200% e +100%, rispettivamente.

3. Tassi di cambio e FDI.

A parità di altre condizioni, in presenza della svalutazione di una moneta – cioè della riduzione del suo valore rispetto a una valuta straniera (in questo caso, la svalutazione della nuova Lira in termini di Euro) – tale movimento del tasso di cambio ha solitamente una serie di impatti, tramite canali diversi, sui FDI.

Innanzitutto, il paese che subisce la svalutazione vede i propri salari e i propri costi di produzione ridursi agli occhi delle controparti estere: produrre in Italia costerebbe meno, in termini relativi, che produrre in un paese che ha mantenuto l'Euro; allo stesso modo si ridurrebbero i salari. È attraverso questo canale di "salari relativi", com'è definito in Goldberg (2009), che una riduzione del tasso di cambio aumenterebbe le aspettative di ritorno sugli

investimenti di industrie estere in Italia. In questo senso, quindi, il paese che subisce la svalutazione diventerebbe più attrattivo perché, in un certo qual modo, “più economico”.

È bene sottolineare fin da subito come questo effetto venga pesantemente ridotto nel caso in cui gli andamenti del tasso di cambio possano essere anticipati, proprio come nel caso di un’uscita dall’unione monetaria, in cui la svalutazione non sarebbe soltanto attesa, ma ampiamente annunciata – e richiederebbe tempo per essere implementata. Infatti, se l’informazione di una svalutazione dovesse essere incorporata dal mercato prima che questa avvenga, l’esito si tradurrebbe in un aumento dei costi di finanziamento per gli investimenti. La condizione di parità dei tassi d’interesse, infatti, garantisce che in tal caso i tassi di ritorno sull’investimento sarebbero parificati tra paesi. Pertanto, quanto più una svalutazione è improvvisa, tanto più tenderà ad influenzare l’andamento dei FDI tramite il canale dei salari relativi. Si può arrivare a dire che il vertiginoso aumento dello *spread* nel 2011 è in un certo senso una manifestazione di tale fenomeno: in quel momento, i mercati non stavano scontando in sé gli effetti di un possibile abbandono dell’eurozona da parte dell’Italia, ma cercavano di prezzare il rischio di un fallimento sovrano che, sotto questo profilo, avrebbe avuto conseguenze largamente assimilabili.

Il ritorno sugli investimenti diretti esteri dipende inoltre dalla struttura del mercato dei capitali tra i paesi. In presenza di asimmetrie informative, infatti, Froot & Stein (1991) mostrano come esista un altro canale, che chiamano di “ricchezza relativa”, a influenzare l’andamento dei FDI: una svalutazione nel paese di destinazione farebbe appunto aumentare la ricchezza, in termini relativi, degli agenti nel paese da cui proviene l’investimento, dal momento in cui quella ricchezza è denominata in larga parte nella valuta relativamente più forte. Questo porta a una diminuzione, di nuovo in termini relativi, del loro costo del capitale, che li porterebbe ad investire in maniera più aggressiva nel paese che ha subito la svalutazione. Un’evidenza empirica sul mercato statunitense di queste considerazioni è proposta in Klein & Rosengren (1994).

Nella stessa direzione esposta finora vanno anche le considerazioni di Blonigen (1997), che prende in considerazione la possibilità di investimento su asset specifici per azienda: di nuovo, una svalutazione porterebbe a un aumento degli FDI verso l’economia che la subisce.

Oltre al movimento dei tassi di cambio, anche la volatilità degli stessi è una misura che impatta sui flussi di FDI. In particolare, in letteratura si distingue tra due canali in questo senso: flessibilità alla produzione e avversione al rischio, come descritto in Aizenman (1993) e Goldberg & Kolstad (1994). Da questo punto di vista, come esposto precedentemente, l’unione monetaria ha annullato completamente il rischio legato alla volatilità, fornendo una condizione di stabilità che ha aiutato i FDI in entrambe le direzioni.

In particolar modo, questo ragionamento vale sotto il profilo dell’avversione al rischio: la volatilità aggiunge rischio agli investimenti esteri – rischio che dev’essere remunerato. Una maggiore volatilità dei tassi di cambio, infatti, riduce l’equivalente certo per l’investitore (Cushman 1985): in particolare, per gli investitori avversi al rischio, questo significa che un peggioramento dello scenario più pessimistico ha effetti depressivi anche se lo scenario più ottimistico, contemporaneamente, migliora. In questo senso, l’aumento della volatilità dei tassi ha un effetto globalmente negativo. Questa è, peraltro, un’argomentazione che può essere estesa all’impatto dell’incertezza politica e istituzionale complessiva sugli investimenti esteri che un’uscita dall’euro genererebbe (Baker et al. 2016). Inoltre, se è vero che una svalutazione domestica attesa può ridurre, come abbiamo visto, il costo del capitale e del lavoro – e quindi rendere il paese che la subisce più attrattivo – è anche vero che la volatilità

può coinvolgere il costo di altri fattori produttivi, riducendo sostanzialmente questo effetto. Alla riduzione del valore atteso dell'investimento, segue una riduzione dei FDI stessi.

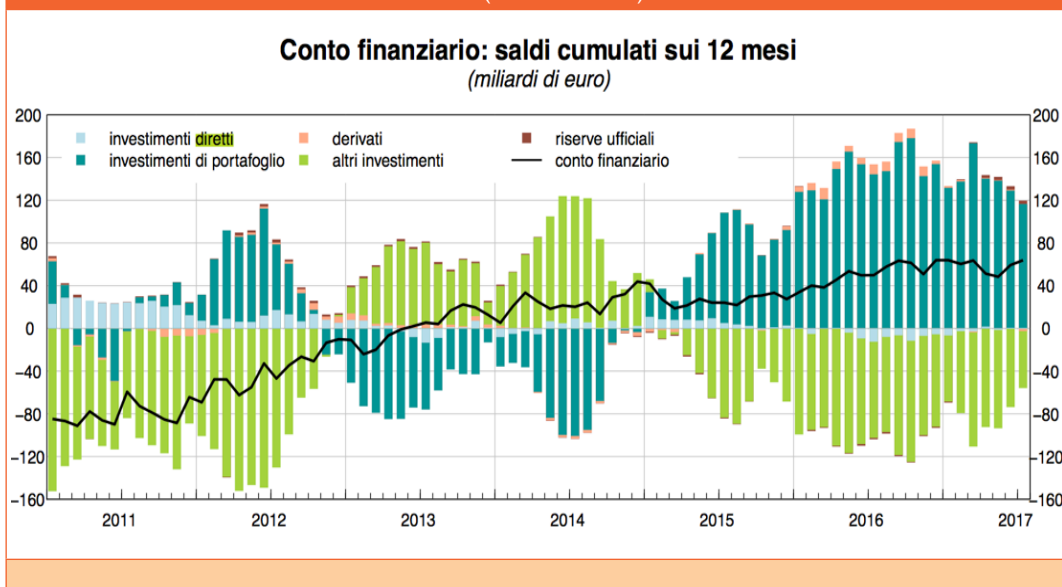
In ogni caso, la potenziale maggiore attrattività legata alla svalutazione e gli effetti di incertezza legati all'aumento della volatilità del tasso di cambio colgono conseguenze assai parziali di un'eventuale uscita dall'Euro. Questi supposti benefici, infatti, andrebbero scontati per una serie di altri effetti che, per ragioni di brevità e complessità, non stiamo tenendo in conto. In primis, la struttura del credito italiano si ritroverebbe estremamente deteriorata, e con esso l'intera tenuta del sistema imprenditoriale. Inoltre, il debito pubblico in rapporto al PIL vivrebbe un'impennata, con effetti importanti sui profili di assunzione di rischio verso in nostro paese da parte delle controparti internazionali. Inoltre, uscire dall'Euro significherebbe allo stato attuale uscire anche dal mercato unico, con effetti contrari a quelli potenzialmente – e teoricamente – positivi che sono stati fin qui descritti. La domanda che in quest'eventualità sorgerebbe spontanea è perché mai adottare investimenti diretti in un paese esportatore netto, come l'Italia, nel momento in cui quel paese perde l'accesso al suo principale mercato di sbocco?

È bene poi ribadire che tutti gli effetti descritti ridurrebbero la loro portata a fronte di una svalutazione *annunciata*, esattamente come quella che stiamo ipotizzando. Uscire dall'euro, tornare a una valuta nazionale e preparare una svalutazione competitiva è un processo che richiede anni. L'intero sistema finanziario sarebbe ampiamente preparato a questa sequenza di azioni, e la parità dei tassi d'interesse interverrebbe a garantire l'assenza della profittabilità teorica che abbiamo visto.

Dopotutto, non esiste letteratura empirica in grado di dare un contributo rilevante a un fatto mai successo, cioè l'abbandono di un'area valutaria comune tanto grande. Isolare una singola relazione – come si prefigge di fare questo lavoro – resta poco più di un esercizio, per quanto informativo: l'equilibrio economico generale sarebbe toccato in moltissime sue componenti, con reazioni e relazioni generalmente catastrofiche, ma estremamente complesse da identificare in modo isolato.

FIGURA 2

Conto finanziario – Saldi cumulati sui 12 mesi (miliardi di euro)



4. Investimenti italiani all'estero

Abbiamo visto nel secondo paragrafo che, secondo diversi autori, l'area euro ha garantito un effetto positivo sugli investimenti diretti esteri in entrambe le direzioni; cioè sia rispetto a quelli ricevuti dai paesi, che a quelli effettuati all'estero (anche extra eurozona).

Al contrario, le argomentazioni teoriche sugli effetti di una svalutazione e un aumento di volatilità hanno riguardato nelle loro considerazioni solo un movimento di capitale, cioè quello dall'estero verso il paese che subisce la svalutazione. È quindi bene sottolineare, pur tenendo conto dei *caveat* già chiariti, che valgono le considerazioni simmetriche, e cioè che se l'Italia potrebbe beneficiare di un aumento dei flussi di investimenti esteri, si ritroverebbe con una capacità di investimento all'estero parimenti ridotta. Questo per le stesse identiche argomentazioni già esposte, ma semplicemente considerate in maniera speculare. Come si vede in Figura 2, i saldi dei FDI nel tempo sono stati di segno spesso alternato: è difficile poter concludere quindi quale dei due effetti (positivo per gli *inward*, negativo per gli *outward*) sia da tenere in maggior considerazione in un'analisi di scenario.

Oltretutto, bisogna chiarire che non tutti i settori beneficerebbero in maniera uguale degli effetti di una svalutazione. Per le considerazioni fatte sul costo del capitale e in relazione al funzionamento dei canali dei "salari relativi" e della "ricchezza relativa", è lecito aspettarsi che l'effetto sarebbe meno marcato sui settori ad alto valore aggiunto, rispetto ad altri. Questa valutazione è peraltro confermata dai risultati contenuti in Baldwin et al. (2008), in cui si sottolinea come l'evidenza empirica nel rapporto tra area euro e FDI racconti di un effetto decisamente superiore nell'ambito manifatturiero rispetto ai servizi.

5. Conclusioni.

Se considerato in maniera isolata, l'effetto di una svalutazione sul flusso di investimenti diretti in Italia potrebbe rivelarsi positivo, agendo tramite i canali dei "salari relativi" e della "ricchezza relativa". Allo stesso modo, ci si aspetta un effetto di segno opposto per i FDI in uscita, con le imprese italiane che si troverebbero di fronte a forti difficoltà nel sostenere investimenti diretti all'estero. La crescita esterna è peraltro una componente fondamentale per la competitività delle nostre imprese e la loro posizione nella *global value chain* – considerando in particolare che l'effetto negativo si registrerebbe maggiormente sulla produzione manifatturiera. Questo è peraltro un aspetto fondamentale: un'architettura istituzionale solida, come quella garantita dalla permanenza dell'euro, aumenta le possibilità di partecipare alla "parte alta" della *global value chain* (Brumm et al. 2016). Questo si traduce in lavori a maggior valore aggiunto e quindi salari più alti in equilibrio – oltre a una serie di altri importanti effetti, come il controllo dell'inflazione (Auer et al. 2017).

Comunque, nel caso di un'uscita dall'euro, la svalutazione competitiva che seguirebbe la ridenominazione delle attività e passività in lira cambierebbe pesantemente le condizioni al contorno: si verificherebbero numerosi effetti paralleli – come quelli sulla possibilità di accesso al credito o sull'andamento del debito pubblico in rapporto al PIL – con risultati potenzialmente catastrofici sull'insieme dell'economia italiana e sul costo reputazionale rispetto agli altri paesi. L'Italia perderebbe inoltre il proprio accesso al mercato unico, eventualità inevitabile allo stato attuale dei trattati. Per un paese esportatore netto, quest'eventualità (che è già tragica di per sé) vanificherebbe buona parte dei teorici effetti positivi che sono stati descritti in termini di salari e ricchezza relativi.

Inoltre, tenendo comunque a mente l'impatto globale di un abbandono della moneta unica, è bene considerare due altri rilievi fondamentali. In primis, l'insieme dell'abbandono

dell'euro, adozione di una nuova moneta e svalutazione costituisce un processo lungo, che richiede molto tempo. La parità del tasso di interesse interverrebbe a disinnescare molti dei potenziali effetti positivi sui FDI descritti in letteratura. Inoltre, tali effetti sull'*inflow* derivano dal relativo minor costo di capitale e lavoro, e sarebbero dunque verosimilmente bilanciati da una minore credibilità del sistema paese, dal rischio di controparte assunto dai paesi esteri nella loro esposizione verso l'Italia, dalle difficoltà attese nel sistema creditizio e dagli effetti dell'aumento della volatilità dei tassi di cambio – ad oggi zero.

A tal proposito, numerosi autori sottolineano come la presenza dell'eurozona abbia avuto un impatto positivo sui FDI, in particolare rispetto ai flussi interni. Se è difficile prevedere cosa succederebbe abbandonandola, è anche vero che si tratterebbe di lasciare un'architettura istituzionale che ha garantito la stabilità necessaria ad un aumento stabile e prolungato dei flussi di investimenti diretti esteri.

Bibliografia.

- Aizenman, J. (1993). *Exchange rate flexibility, volatility, and the patterns of domestic and foreign direct investment*. National Bureau of Economic Research.
- Auer, R. A., Borio, C. E., & Filardo, A. J. (2017). The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.
- Baldwin, R., Di Nino, V., Fontagné, L., De Santis, R., & Taglioni, D. (2008). *Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment* (No. 321). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.
- Blonigen, B. A. (1997). Firm-specific assets and the link between exchange rates and foreign direct investment. *The American Economic Review*, 447-465.
- Brumm, J., Georgiadis, G., Gräß, J., & Trottner, F. (2016). Global Value Chain Participation and Current Account Imbalances.
- Cushman, D. O. (1985). Real exchange rate risk, expectations, and the level of direct investment. *The Review of Economics and Statistics*, 297-308.
- Cushman, D. O. (1988). Exchange-rate uncertainty and foreign direct investment in the United States. *Review of World Economics*, 124(2), 322-336.
- Codogno, L. & Galli, G. (2017). L'euro è un'opportunità: uscirne non risolverebbe nessuno dei problemi dell'Italia. In *Unione Europea. 60 anni e un bivio*. Eurilink, Roma.
- Das, S., Roberts, M. J., & Tybout, J. R. (2007). Market entry costs, producer heterogeneity, and export dynamics. *Econometrica*, 75(3), 837-873.
- Fernandez-Villaverde, J., Garicano, L., & Santos, T. (2013). Political credit cycles: the case of the Eurozone. *The Journal of Economic Perspectives*, 27(3), 145-166.
- Folfas, D. (2012). Does monetary integration affect FDI between EU Member States?. *European Trade Study Group Conference 2012, Leuven*.
- Froot, K. A., & Stein, J. C. (1991). Exchange rates and foreign direct investment: an imperfect capital markets approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(4), 1191-1217.
- Goldberg, L. S., & Kolstad, C. D. (1994). *Foreign direct investment, exchange rate variability and demand uncertainty* (No. w4815). National Bureau of Economic Research.
- Goldberg, L. S. (2009). Exchange rates and foreign direct investment. *The Princeton encyclopedia of the world economy*, 1, 393-396.
- Gopinath, G., Kalemli-Özcan, Ş., Karabarbounis, L., & Villegas-Sanchez, C. (2017). Capital allocation and productivity in South Europe. *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1915-1967.
- Istituto Bruno Leoni (2016). *Indice delle liberalizzazioni 2016*, Torino: IBL Libri.
- Klein, M. W., & Rosengren, E. (1994). The real exchange rate and foreign direct investment in the United States: relative wealth vs. relative wage effects. *Journal of International Economics*, 36(3), 373-389.
- Lederman, D. (2011). *Large devaluations, foreign direct investment and exports: a speculative note* (No. 5619). The World Bank.

IBL Focus

Chi Siamo

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

Cosa Vogliamo

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.