

Bilancia dei pagamenti e squilibri nell'eurozona: cosa occorrerebbe fare

Di Rosaria Rita Canale

Bilancia dei pagamenti | Dalla crisi economica ad oggi si sono registrati all'interno della zona Euro squilibri preoccupanti fra i paesi che sembrano non poter essere colmati dalle straordinarie misure espansive di politica monetaria condotta a livello centralizzato dalla **BCE**. Come è noto poi la politica fiscale – che è affidata ai singoli stati -non può essere usata come strumento di stabilizzazione, se non da quei paesi che rispettano le regole fiscali imposte dai trattati e che quindi non ne hanno un gran bisogno.

Queste differenze fra i singoli paesi sono evidenti negli squilibri della [bilancia dei pagamenti](#). La zona Euro è assimilabile ad un insieme di paesi legati fra loro da un tasso di cambio irrevocabilmente fisso. Tuttavia, dal momento che esiste solo una moneta, in alternativa all'acquisto e alla vendita di riserve in valuta estera è stato concepito un meccanismo di compensazione di nome TARGET^[1] – evolutosi nel novembre 2007 in **TARGET2** (T2). Con T2 i paesi con un surplus della bilancia dei pagamenti ricevono, attraverso la banca centrale nazionale, il credito netto derivante dal deficit della bilancia dei pagamenti degli altri paesi. Il costo del debito dei paesi in deficit è rappresentato dal tasso di rifinanziamento sulle operazioni principali fissato attualmente dalla BCE allo 0,25%. Perciò questo meccanismo di compensazione agisce come una sorta di linea di credito concessa ai paesi che stanno vivendo una crisi della bilancia dei pagamenti che rende l'Eurozona più resiliente come unione valutaria rispetto al *gold standard* o ai più tradizionali sistemi di ancoraggio al dollaro (Klein 2017).

Prima della crisi finanziaria del 2007, questo meccanismo di regolamento tra paesi ha funzionato bene in un mercato dei capitali integrato. La differenza tra risparmio e investimento è stata effettivamente considerata una buona opportunità per il capitale proveniente dai paesi in surplus di muoversi verso i paesi in deficit in cerca di rendimenti migliori. I titoli pubblici erano considerati sicuri e gli spread erano quasi trascurabili.

Dopo la crisi, i singoli paesi della zona euro non sono stati in grado di preservare il loro equilibrio esterno e i saldi T2 hanno cominciato a divergere. Nel primo periodo dal 2008 al 2013, il saldo di parte corrente è diventato la *proxy* per i mercati finanziari per valutare la capacità di un paese di rimborsare i propri debiti. I paesi con un disavanzo delle partite correnti hanno registrato deflussi di capitali e aumenti dei tassi di interesse. I confini nazionali sono tornati rilevanti e paesi come la [Germania](#) e i Paesi Bassi con avanzi delle partite correnti hanno registrato massicci afflussi di capitali, mentre paesi come l'Italia e la Spagna con disavanzi commerciali, massicci deflussi. Tutto ciò veniva registrato in T2 positivi nel primo caso e T2 negativi nel secondo caso. Di conseguenza, i rendimenti a lungo termine sono aumentati nei paesi periferici, mentre sono diminuiti nei paesi virtuosi.

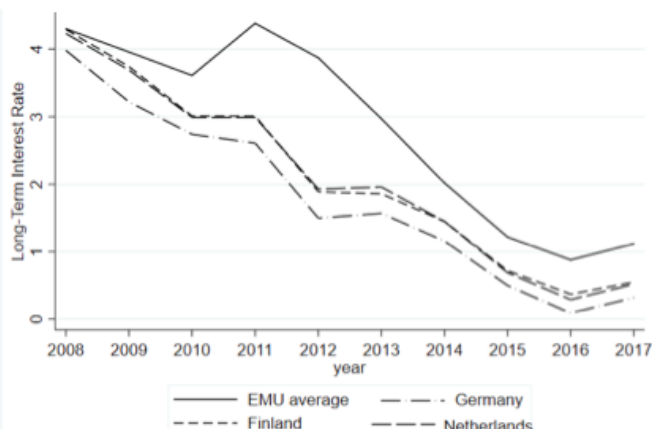
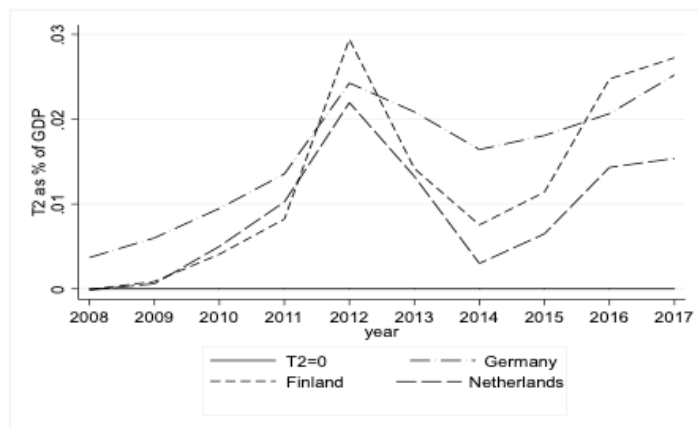
A partire da luglio 2012, la situazione è cambiata a causa delle misure politiche attuate sia a livello europeo che nazionale. In primo luogo, è stato creato il meccanismo europeo di stabilità (**MES**). A differenza dei precedenti fondi di salvataggio, il MES è un meccanismo permanente

con una capacità di prestito illimitata, che consente ai paesi periferici di ricevere assistenza finanziaria a patto di implementare le “riforme strutturali”, la cui componente principale è costituita da misure di austerità. In secondo luogo, molti paesi hanno introdotto il cosiddetto "[fiscal compact](#)", riducendo così lo spazio per misure discrezionali di politica fiscale. In terzo luogo, la BCE ha ridotto il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali fino al raggiungimento del livello di 0,00 punti (il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale è stato ridotto allo 0,25% mentre il tasso sui depositi a -0,40%). Infine, una massiccia iniezione di liquidità è stata attuata attraverso il cosiddetto [quantitative easing](#) (QE). In particolare, il programma di acquisto del settore pubblico (PSPP) ha permesso di ridurre la differenza fra i rendimenti dei titoli di Stato e la pressione sui conti pubblici dei paesi in difficoltà. In altre parole, le restrizioni fiscali hanno ridotto il disavanzo delle partite correnti nei paesi periferici attraverso la diminuzione delle importazioni, riducendo così la necessità di avere afflussi di capitali per raggiungere gli equilibri della bilancia dei pagamenti. In altre parole, la politica monetaria espansiva ha abbassato i tassi d'interesse e assorbito le obbligazioni che il mercato non era disposto ad acquistare.

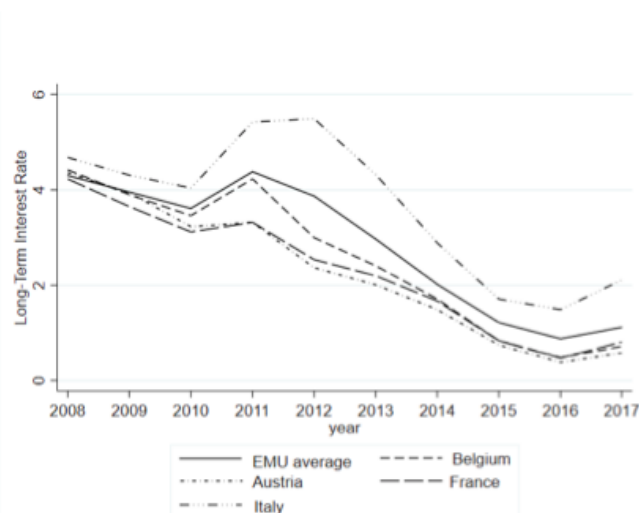
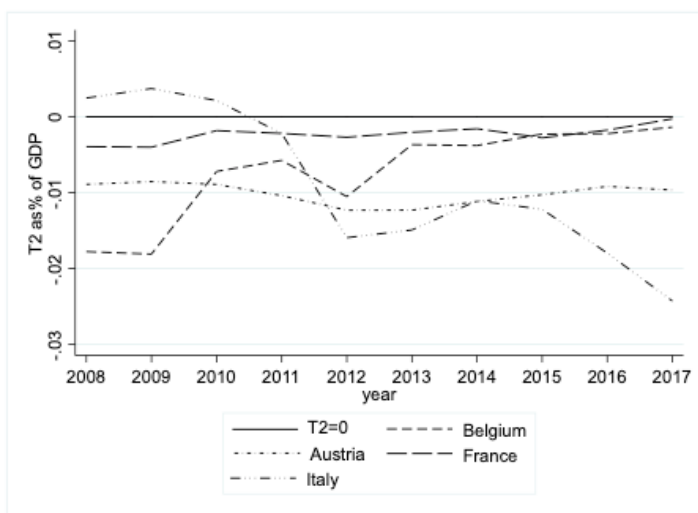
A prima vista, queste misure combinate - attuate in seguito all'annuncio del governatore della BCE, Mario Draghi, per salvare l'euro “a qualunque costo” - hanno ridotto le differenze tra i paesi e avrebbero dovuto gettare le basi per un nuovo percorso di convergenza. Da settembre 2012 all'inizio del 2015 gli T2 sono diminuiti, segnalando un percorso sostenibile verso l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Tuttavia, dall'inizio del 2015 gli equilibri T2 hanno iniziato a divergere ancora una volta e ci si interroga sulle origini profonde di questi nuovi squilibri. L'interpretazione ufficiale sembra orientarsi verso la spiegazione che il recente aumento degli squilibri T2 è il risultato automatico del QE. Sono di natura tecnica poiché il QE viene attuato dalla BCE attraverso le banche centrali nazionali (Gros 2017, BCE 2016), che sono obbligate a registrare nei loro bilanci ogni acquisto massiccio di obbligazioni pubbliche dei paesi in difficoltà, come l'Italia e la Spagna. Sul fronte opposto, si ritiene che, osservando i saldi T2 dal punto di vista della bilancia dei pagamenti, essi riflettano l'interazione tra le scelte di politica monetaria della BCE e le richieste del settore privato (Dosi et al 2018). La presenza di uno squilibrio di T2 documenta l'imperfetta sostituibilità tra attività interne ed esterne e quindi è il segnale di mercati di capitali non perfettamente integrati (Klein 2017, Minnenna 2017). Questa posizione può essere supportata dall'osservazione congiunta dei valori dei saldi T2 e dei tassi d'interesse a lungo termine calcolati dalla BCE per misurare il grado di convergenza (Figura 1).

Figura 1. T2 in percentuale del PIL e tassi d'interesse a lungo termine in 11 paesi dell'Eurozona

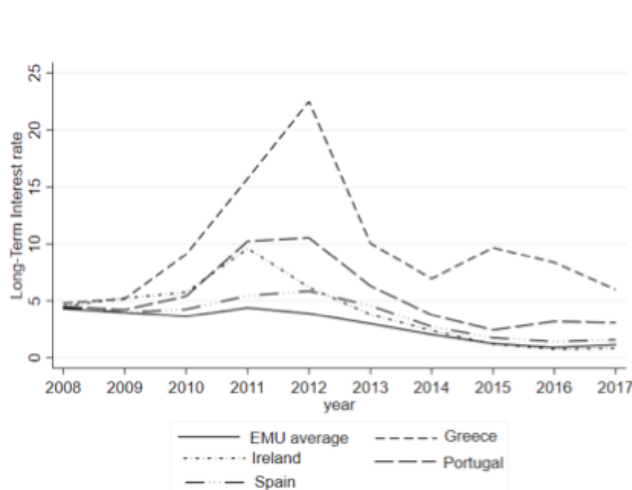
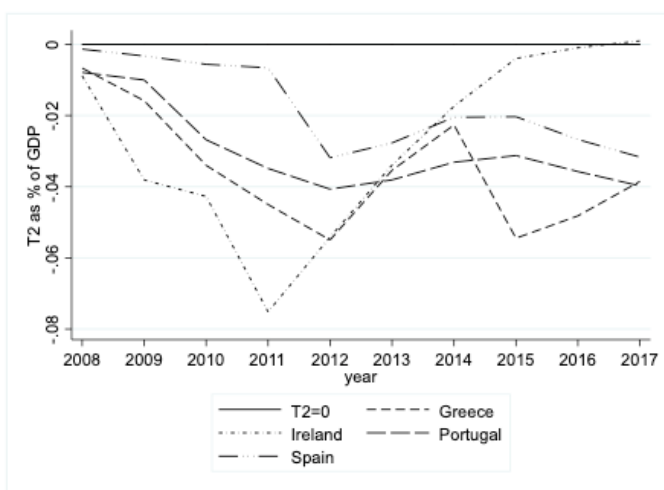
Riquadro (a). Paesi con T2 positivi



Riquadro (b). Paesi con saldi T2 moderatamente negativi e Italia



Riquadro (c). Paesi con saldi T2 positivi



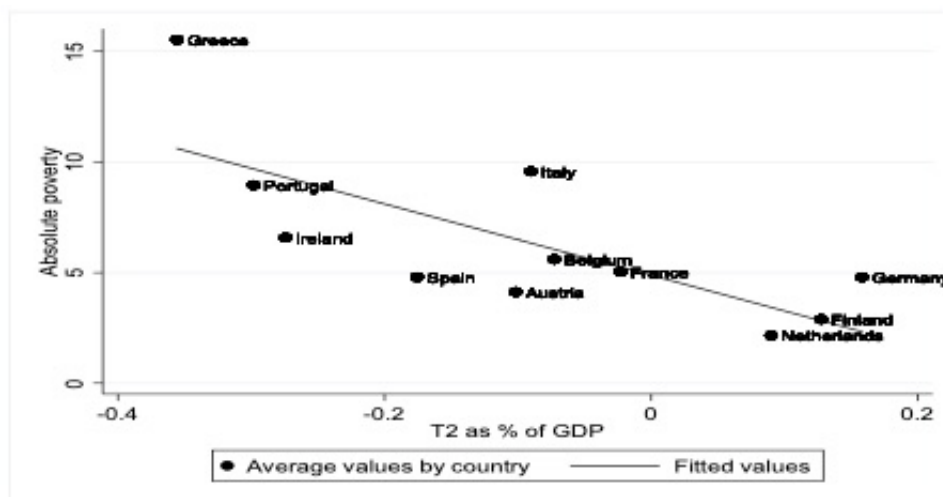
Fonte: elaborazione propria su dati BCE ed Eurostat

Diversamente dalle analisi usuali che osservano solo i valori assoluti, i valori del T2 sono calcolati in percentuale del PIL, per meglio consentire un confronto fra paesi. L'osservazione dettagliata del T2 (nella colonna a sinistra della figura 1), calcolata come percentuale del PIL e delle dinamiche dei **tassi di interesse a lungo termine (LTR)** (nella colonna a destra della figura 1) in 11 paesi della zona Euro dal 2008 al 2017, fa luce sui difetti che si celano dietro l'unione valutaria concepita con una strategia unica di politica monetaria e con una politica fiscale affidata ai singoli stati imperniata su una rigida disciplina di bilancio.

Lasciamo al lettore l'osservazione del dettaglio di ciascun singolo paese, ma sembra evidente che le dinamiche del T2 sono associate a LTR opposti. Nei paesi con T2 positivo (riquadro (a)), il LTR medio è inferiore alla media, mentre nei paesi con squilibri T2 negativi (riquadri (b) e (c)), i tassi di interesse rimangono sopra la media. Considerando le diverse scelte di politica economica dell'intero periodo, si può anche affermare che queste divergenze non sono scomparse a seguito della politica monetaria espansiva, né a seguito della maggiore disciplina fiscale.

Ma un'altra dinamica sembra ancora più preoccupante: quella fra squilibri T2 e percentuale di persone che vivono in povertà assoluta^[2].

Figura 2 Povertà assoluta e T2 in percentuale del PIL in 11 paesi della zona Euro (2008-2017)



Fonte: elaborazione propria su dati Eurostat e BCE.

Appare evidente che i saldi T2 sono negativamente correlati con la percentuale di persone che vivono sotto il livello di povertà: i paesi con T2 positivi hanno un valore medio di percentuale di poveri assoluti inferiore rispetto a quelli con T2 negativi. Più basso è il livello di T2 in percentuale del PIL, più alto è il numero di poveri.

È vero che il sistema T2 rappresenta un meccanismo necessario per far funzionare un regime di cambio irrevocabilmente fisso: a differenza di un meccanismo basato su riserve valutarie, non ha limiti e può potenzialmente sostenere l'esistenza dell'euro, nonostante le differenze tra i paesi membri. Tuttavia, se tali differenze esistono, registra come gli investitori percepiscono tali differenze e possono aumentare la distanza tra i paesi.

Nonostante i tentativi di correggere tali asimmetrie a partire dalla crisi finanziaria ad oggi, la ricetta di politica economica europea non ha funzionato, le differenze sono ancora evidenti e minano l'esistenza dell'intera Unione Monetaria. Le riduzioni fiscali suggerite per correggere gli squilibri interni ed esterni hanno compromesso la crescita: sebbene abbiano corretto gli squilibri delle partite correnti, hanno reso questi paesi meno affidabili agli occhi dei mercati finanziari a causa dei loro effetti sulla crescita. Ciò suggerisce la necessità di attuare strategie alternative.

Per garantire la convergenza, è possibile seguire due percorsi. Il primo riguarda la revisione del ruolo della politica fiscale: la disciplina di bilancio ha affossato alcuni paesi, lasciandoli impigliati in un meccanismo perverso di minore crescita e peggioramento dei parametri fiscali. Tuttavia, il passaggio a una posizione di bilancio più espansiva, adottata separatamente da ciascun paese, potrebbe generare effetti perversi.

La seconda via dovrebbe comportare un meccanismo di compensazione tra saldi T2 negativi e positivi per ridurre le differenze tra paesi. Questo meccanismo di compensazione è tutt'altro che nuovo, ma è ispirato dalla proposta di Keynes (Keynes, 1942 in Horsefield, 1969) di riformare il sistema monetario internazionale dopo la seconda guerra mondiale. Secondo tale meccanismo, la responsabilità della convergenza dovrebbe essere a carico sia dei paesi creditori che di quelli debitori e dovrebbe essere perciò simmetrica. Attualmente, le regole di politica economica impongono ai paesi debitori di rispettare i parametri fiscali, mentre i paesi creditori rimangono spettatori passivi del processo di adeguamento.

La riforma delle politiche dovrebbe quindi prevedere, insieme a misure restrittive per i paesi con disavanzo della bilancia dei pagamenti, una serie di misure per i paesi creditori quali: 1) **l'espansione fiscale**; 2) **l'aumento dei salari monetari** e 3) **l'aumento degli investimenti diretti esteri** verso i paesi in difficoltà. Se i paesi non fossero disposti a seguire i percorsi suggeriti, dovrebbero essere soggetti a sanzioni. Tali sanzioni dovrebbero essere simmetriche e riguardare sia i paesi in disavanzo che quelli in avanzo. Questo è attualmente l'unico modo per assicurare prosperità condivisa e una lunga vita all'unione valutaria. Ma questo richiederebbe l'esistenza di una visione comune, fondata su di un progetto politico, che al momento sembra essere solo il sogno di coloro che desiderano un'Europa diversa e coesa, piuttosto che una semplice area di libero scambio.

**Professore associato di Politica Economica presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"*

Bibliografia

Dosi G., Minnenna M. Roventini A. (2018) ECB monetary expansions and euro area TARGET2 imbalances: a balance-of-payment based decomposition. *European Journal of Economics and*

Economic Policies: Intervention, 15(2): 147–159 doi: 10.4337/ejeep.2018.0038.

Gros, D. (2017). *Target imbalances at record levels: Should we worry?* CEPS Policy Insight, No 2017/41, November.

ECB (2016) *TARGET balances and the asset purchase programme*
https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201607_box02.en.pdf).

Horsefield, K. J. (1969) (editor) *The International Monetary Fund, 1945-1965. Twenty Years of International Monetary cooperation*, Vol III, International Monetary Fund, Washington D.C.
https://www.elibrary.imf.org/staticfiles/IMF_History/IMF_45-65_vol3.pdf.

Klein, M. C. (2017) *Target2 balances reflect euro area's potential to be better than traditional exchange rate peg regime* FT Alphaville, 15 September
<https://ftalphaville.ft.com/2017/09/15/2193775/target2-balances-reflect-euro-areas-potential-to-be-better-than-traditional-exchange-rate-peg-regime/>.

Minnena, M. (2017) *The ECB's story on Target2 doesn't add up*, FT Alphaville
<https://ftalphaville.ft.com/2017/09/14/2193700/guest-post-the-ecbs-story-on-target2-doesnt-addup/>).

[1] Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System

[2] L'indicatore di povertà assoluta è l'indicatore "material deprivation" è calcolato da Eurostat. Esso è la percentuale della popolazione che vive in una famiglia che non può permettersi almeno quattro delle seguenti cose: 1) pagare l'affitto, i mutui o le bollette; 2) mantenere la casa adeguatamente calda; 3) affrontare spese impreviste; 4) mangiare carne o proteine regolarmente; 5) andare in vacanza; 6) avere un televisore; 7) avere una lavatrice; 8) avere un'auto e 9) avere un telefono (EU-SILC statistics <http://ec.europa.eu/eurostat/web/income-and-living-conditions/data/database>).

Bilancia dei Pagamenti - Economia e Politica

Bilancia dei Pagamenti - LTR medio inferiore alla media