

Come i precedenti interventi hanno mostrato, l'UME soffre di un problema che attende ancora di essere affrontato in maniera sistematica, ossia attraverso una riforma adeguata delle sue regole di funzionamento. La forbice dei saldi T2 offre una visione plastica e una misura precisa della faglia che divide paesi in surplus e paesi in deficit. Tale frattura è responsabile della frammentazione di cui patisce la politica monetaria della Bce, della divergenza degli interessi economici fra centro e periferia, dell'esacerbazione delle tensioni politiche all'interno dell'Unione. Se la frattura non si rimargina, potrebbe mettere a repentaglio l'Unione stessa.

Si potrebbe essere tentati di vedere nella recente riduzione dei saldi T2 un segnale incoraggiante, una conferma del fatto che si è imboccata la strada del risanamento e che è solo questione di tempo prima che si ristabilisca l'equilibrio. In effetti, i paesi dell'Europa meridionale hanno ridotto i loro deficit di bilancia commerciale e hanno visto rifluire in parte i capitali che erano fuggiti durante la crisi. Ma possiamo davvero salutare questi dati come prova di un'inversione di tendenza? Purtroppo no. Al contrario: si tratta piuttosto di sintomi del protrarsi di uno stato patologico: i deficit commerciali diminuiscono perlopiù in conseguenza di una contrazione delle importazioni e quindi delle politiche fiscali restrittive e della persistente depressione dell'attività economica; mentre è difficile non vedere nell'afflusso dei capitali un effetto dell'espansione monetaria che ha reso così abbondante il denaro da azzerare i rendimenti nel centro e da provocare un reflusso nella periferia. Chiaramente siamo in presenza di fenomeni congiunturali e non di rimedi strutturali a un problema strutturale.

Piuttosto, un segnale incoraggiante è dato dal fatto che l'Unione europea ha cominciato a prendere esplicitamente in considerazione gli squilibri delle bilance dei pagamenti come fattore critico all'interno della Macroeconomic Imbalance Procedure (MIP) introdotta nel 2011 con lo scopo di monitorare e contrastare la formazione di squilibri macroeconomici all'interno dell'Unione. Tale procedura prevede l'assegnazione a ogni paese di uno *scoreboard* sulla base di una serie di criteri – una sorta di pagella in dieci materie che dovrebbe fornire una misura della buona condotta dei singoli paesi membri. La prima materia riguarda proprio gli squilibri delle partite correnti e stabilisce che debbano essere compresi fra un surplus del 6 per cento del PIL e un deficit del 4 per cento. È stato così introdotto nell'impalcatura dell'Unione un principio nuovo, in base al quale anche i surplus eccessivi, ben lungi dal costituire un ideale da perseguire, sono riconosciuti come un potenziale fattore di disturbo. Sulla base di tale principio, per la prima volta, si è potuto censurare, anziché elogiare, il surplus della Germania, che nell'*Alert Mechanism Report 2014* della Commissione Europea ha registrato un surplus delle partite correnti pari al 6,5 per cento del PIL. Si tratta di un passo importante, perché introduce un elemento di simmetria nella considerazione dei rapporti fra paesi creditori e paesi debitori.

Tuttavia, la MIP è ancora uno strumento inadeguato per una serie di motivi:

1. La norma fa riferimento ai saldi delle partite correnti e non della bilancia commerciale. Tuttavia, come mostra l'esperienza storica del gold standard classico, l'equilibrio delle partite correnti è un equilibrio precario, che non impedisce a un paese di vivere di rendita sui propri investimenti all'estero e subordina i flussi commerciali alle logiche dei flussi finanziari.
2. I limiti simmetrici concernono soltanto i saldi e non i flussi. Pur rimanendo all'interno dei limiti fissati, un paese può registrare un surplus o un deficit cronico, che si traduce

nell'accumulazione indefinita di crediti o debiti sull'estero. In tal modo, non si impone affatto agli squilibri di riassorbirsi, ma si consente anzi che esplodano. E' vero che il secondo criterio della MIP prevede anche un massimale sulla posizione finanziaria netta verso l'estero. Ma, in questo caso, senza alcuna giustificazione, la limitazione si applica soltanto ai saldi debitori, che non possono eccedere il 35 per cento del PIL. I paesi in surplus restano liberi di accumulare crediti. In effetti, dalla nascita dell'euro ad oggi, i paesi del centro hanno potuto cumulare oltre 1800 miliardi di surplus, senza che nessun di loro avesse finora sfiorato in misura significativa i criteri fissati dalla MIP.

3. I saldi sono calcolati sui conti esteri e non sugli scambi intraeuropei. Il riferimento è al saldo delle partite correnti di ciascun paese verso il resto del mondo e non soltanto verso il resto dell'eurozona. In questo modo, si finisce per sanzionare anche un paese in equilibrio nei confronti dei partner europei e in surplus nei confronti di concorrenti esterni.
4. La simmetria non è perfettamente simmetrica. Un surplus è giudicato eccessivo quando supera il 6 per cento del PIL, mentre per un deficit è sufficiente il 4 per cento. Si parla di "asimmetria intelligente", perché dovrebbe riflettere proprio il carattere benefico di surplus che almeno in parte potrebbero risultare da scambi con paesi extraeuropei. Ma sarebbe assai più intelligente stornare dal conto, come s'è detto, le esportazioni nette verso tali paesi, invece di correggere arbitrariamente su basi presuntive una punizione che potrebbe essere ingiustamente severa con chi ha soltanto il merito di portare l'eccellenza europea nel mondo.
5. La sanzione dei surplus eccessivi non ha forza coercitiva. La MIP si traduce in raccomandazioni che non risultano vincolanti, soprattutto per i paesi creditori.

Lo strumento che abbiamo elaborato assieme (Massimo Amato, Franco Bruni, Andrea Papetti e io), e che oggi intendiamo sottoporre al dibattito, si propone di attuare in maniera più efficace e rigorosa il principio implicito nella MIP di una distribuzione simmetrica degli oneri di aggiustamento in vista di un riassorbimento effettivo degli squilibri di bilancia dei pagamenti all'interno dell'eurozona. L'idea è di introdurre alcune varianti nel funzionamento di Target2, in modo che non si limiti a registrare e assecondare gli squilibri, ma che operi in maniera tale da correggerli. In sostanza, si tratta di creare un sottoinsieme di Target2, destinato esclusivamente agli scambi commerciali e agli investimenti diretti fra paesi dell'area euro che funzioni secondo i principi fissati da Keynes nel suo progetto per la Clearing Union Internazionale e attuati nell'Unione Europea dei Pagamenti.

I principi base della proposta sono i seguenti:

- (1) Le banche centrali nazionali (BCN) dispongono di un conto T3 presso la Banca centrale europea (BCE), destinato esclusivamente a registrare gli scambi commerciali e gli investimenti diretti all'interno dell'UEM. Per ogni pagamento in uscita derivante da scambi commerciali o investimenti diretti, le BCN registrano una passività T3. Simmetricamente, per ogni pagamento in entrata derivante da scambi commerciali o investimenti diretti, le BCN registrano un'attività T3. I saldi T3, attivi e passivi, costituiscono a tutti gli effetti saldi multilaterali centralizzati presso la BCE, la quale agisce come camera di compensazione.
- (2) Tutti i saldi T3, siano essi attivi o passivi, sono soggetti a commissioni simmetriche in capo a ciascuna BCN, aventi la funzione di porre disincentivi all'accumulazione di squilibri tanto in una direzione quanto nell'altra.
- (3) I saldi T3, sul lato sia dell'attivo che del passivo, sono soggetti a massimali (quote) proporzionali al valore del commercio di ciascuno Stato verso gli altri Stati membri

dell'UEM. Nella misura in cui la quota viene superata, le commissioni applicate aumentano proporzionalmente.

- (4) I ricavi derivanti dalle commissioni pagate da ciascuna BCN alla BCE sono convogliati in un Fondo di Garanzia per la copertura di perdite potenziali su crediti T3. La BCE ha la discrezione di convogliare parte di tali ricavi verso la Banca Europea degli Investimenti (BEI) o verso il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI).
- (5) Gli Stati membri i cui squilibri persistano sono indirizzati dalla BCE e dalla Commissione Europea a seguire la "seconda fase" della Procedura per gli Squilibri Macroeconomici, ossia ad adottare politiche di aggiustamento del tasso di cambio reale. In base al principio per cui squilibri simmetrici richiedono aggiustamenti simmetrici, tali politiche potrebbero richiedere l'impegno congiunto dei principali partner commerciali del paese in squilibrio, oltre all'impegno specifico di quest'ultimo. E' a discrezione della BCE e della Commissione Europea la definizione delle politiche di aggiustamento, seppur in un quadro definito a priori con riferimento a diverse tipologie di squilibrio.

Al fine di rafforzare l'incentivo alla convergenza, si potrebbe immaginare di sottoporre i pagamenti che transitano attraverso il sistema T3 a commissioni differenziate, maggiori nel caso in cui siano dirette verso paesi in surplus e inferiori nel caso in cui siano dirette verso paesi in deficit. Si tratterebbe di una misura drastica, ma di indubbia efficacia, essendo indirizzata direttamente alle imprese private, con il proposito di orientare le loro strategie commerciali e di investimento, anziché ai rispettivi governi, nella speranza di influire sulle loro politiche. Di fatto, una simile misura consentirebbe di ovviare alla rigidità dei tassi di cambio nominali all'interno dell'unione monetaria, recuperando quel margine di manovra che il progetto della Clearing Union affidava agli aggiustamenti dei tassi di cambio, prevedendo la possibilità di una svalutazione per i paesi in deficit e di una rivalutazione per i paesi in surplus in presenza di squilibri strutturali persistenti. E' chiaro che l'applicazione di tale misura richiederebbe la reintroduzione di controlli sui movimenti monetari transfrontalieri.

Un modo meno forzato per far arrivare alle imprese l'incentivo a operare in direzione dell'aggiustamento desiderato potrebbe passare attraverso il sistema bancario. Le banche centrali nazionali potrebbero aprire una linea di credito alle banche private, a un tasso d'interesse inferiore a quello definito nelle MRO, destinata esclusivamente al finanziamento di scambi commerciali e investimenti diretti verso altri paesi membri dell'UEM. Tale linea di credito sarebbe coperta non da un collaterale finanziario, bensì da una garanzia reale, costituita dai beni di consumo o di investimento implicati nell'operazione sottostante. In questo modo, le banche, e attraverso di esse le imprese, avrebbero un incentivo concreto a orientare le proprie operazioni in una direzione compatibile con il riassorbimento degli squilibri T3, senza bisogno di introdurre vincoli o oneri aggiuntivi.

La prima variante ha il pregio dell'immediatezza, ma comporterebbe l'introduzione di controlli sui movimenti monetari, difficili da comunicare e da concertare politicamente. La seconda ha il merito di far leva su un elemento di libera competizione fra strumenti finanziari alternativi, anziché su un'imposizione coercitiva, ma riguarderebbe soltanto una parte delle transazioni registrate in T3. Si possono immaginare soluzioni diverse e complementari, tali da coniugarne i pregi e da mitigarne i difetti.

A prescindere dai dettagli operativi, uno strumento costruito sui principi delineati in precedenza potrebbe contribuire in misura significativa a conseguire obiettivi oggi largamente condivisi:

- accelerare la circolazione della moneta all'interno dell'eurozona, evitando l'accumulazione di riserve inutilizzate;
- agevolare il pagamento dei debiti esteri all'interno dell'eurozona, evitando l'accumulazione di posizioni debitorie insostenibili, finanziate dai mercati finché reggono o, in ultima istanza, dalla BCE;
- fornire gli incentivi adatti per garantire il raggiungimento di un equilibrio tendenziale nel saldo estero *di ciascun paese* all'interno dell'eurozona attraverso un meccanismo cooperativo di aggiustamento degli squilibri;
- sollevare i paesi debitori dalle pressioni deflative che finiscono per ripercuotersi anche sui paesi creditori;
- coinvolgere i paesi creditori nel finanziamento di uno strumento di cui beneficiano, poiché crea una domanda aggiuntiva per i loro prodotti;
- assicurare al commercio e agli investimenti reali una fonte di finanziamento *indipendente* da movimenti speculativi dei capitali e perciò più stabile e meno onerosa;
- consentire agli esportatori di vendere e agli importatori di comprare senza che le transazioni siano ciclicamente drogate da un'overdose di liquidità o impedita da una carenza di moneta e di credito;
- creare una fonte di finanziamento aggiuntiva per la BEI e il FEI, grazie alle commissioni sui saldi T3.

L'eurozona soffre di squilibri nei conti con l'estero che riguardano in maniera simmetrica paesi del centro e paesi della periferia. Quegli squilibri devono essere rimarginati se si vuole che l'Unione monetaria resti unita. Ma squilibri simmetrici richiedono di essere affrontati in maniera simmetrica e cooperativa. Paesi debitori e creditori condividono un interesse concreto: agevolare il pagamento dei debiti. Gli uni e gli altri sono in debito verso l'equilibrio che sta all'inizio e alla fine di ogni loro possibile relazione. La proposta che discutiamo qui oggi mira a rafforzare l'Europa a partire dal riconoscimento di questo debito comune.