

DEBITI E STABILITÀ**Il trilemma dell'Europa e la scelta delle priorità**di **Guido Tabellini**

Quali lezioni trarre dalla crisi finanziaria che ha travolto l'area euro? Qualunque dibattito su come rinforzare le fondamenta della moneta unica deve partire da questa domanda. La lezione più importante l'ha indicata il nuovo capo-economista del Fondo monetario internazionale, Maurice Obstfeld. L'area euro si trova di fronte a un trilemma: non può avere sia piena integrazione finanziaria che stabilità finanziaria e politiche fiscali indipendenti. Deve scegliere a quale delle tre rinunciare.

L'integrazione finanziaria espone i Paesi più deboli al rischio di un arresto improvviso, cioè dell'improvvisa interruzione dei flussi finanziari internazionali. È quanto è successo nell'area euro durante la crisi. Questo rischio può essere ridotto da misure preventive di sorveglianza ed evitando l'accumularsi di situazioni insostenibili, ma non può essere eliminato, soprattutto durante crisi finanziarie sistemiche.

Uno Stato sovrano colpito da un arresto improvviso non può contare solo sulle sue risorse fiscali. Il settore finanziario è semplicemente troppo grande. A fine 2007 l'attivo del sistema bancario era un multiplo del reddito nazionale in quasi tutti i Paesi dell'euro: più di cinque volte il Pil in Olanda, circa quattro in Italia, circa tre e mezzo in Francia. Inoltre, e a differenza dei Paesi emergenti, un Paese dell'euro non può svalutare per affrontare la crisi. Eppure, com'è successo in Grecia ma anche in altri paesi del Sud Europa, il rischio di cambio (cioè di uscita dall'euro) è ben presente ai mercati.

Durante un arresto improvviso, la spirale avversa anche Stato diventa inevitabile. Da un lato l'attivo bancario deteriora

per via delle perdite sui titoli di Stato in portafoglio. Dall'altro, la crisi bancaria e la stretta del credito affossano l'economia e riducono il gettito fiscale. Non solo lo Stato non è in grado di aiutare il sistema bancario, ma può anzi essere una causa di fragilità, perché il suo debito pubblico può essere vittima di crisi di sfiducia.

Posto in questi termini, è chiaro come risolvere il trilemma.

Continua ► pagina 14

L'EDITORIALE**Il trilemma dell'Eurozona e la scelta delle priorità**di **Guido Tabellini**

► Continua da pagina 1

Per mantenere l'integrazione finanziaria ed evitare crisi future, l'area euro deve disporre di risorse fiscali comuni con cui affrontare crisi bancarie sistemiche e crisi di fiducia sul debito sovrano. La nascita dell'Esm e la centralizzazione della supervisione bancaria sono passi nella giusta direzione, ma non sono sufficienti. L'unione bancaria non sarà realizzata fino a che non avremo un sistema europeo di assicurazione dei depositi e risorse comuni adeguate per la ricapitalizzazione delle banche. Inoltre l'Esm non ha risorse sufficienti per affrontare crisi del debito sovrano e il suo operato è soggetto ai veti nazionali.

La necessità di accelerare il completamento dell'unione bancaria è ampiamente riconosciuta. Una parte significativa dell'ultimo Rapporto dei quattro presidenti (Consiglio e Parlamento europeo, Commissione, Bce) è dedicato proprio a questo, sebbene i tempi previsti siano troppo lunghi. La questione di come affrontare le crisi di fiducia sul debito pubblico, tuttavia, è generalmente ignorata. Anzi, pur di far accettare il Quantitative easing, la Bce ha dovuto escludere la condivisione di eventuali perdite sui titoli di Stato in portafoglio. In questo, l'area euro assomiglia più a un currency board con regole speciali sui diritti di voto, anziché a una vera e propria unione monetaria.

La ragione per cui è così difficile sciogliere il trilemma è chiara: le asimmetrie nel debito pubblico e nelle fragilità finanziarie tra i Paesi

membri sono troppo grandi, e i Paesi più solidi temono che qualunque sistema di condivisione dei rischi degeneri in un sistema di redistribuzione ex-ante. Ma è un ragionamento sbagliato, per due ragioni.

Primo, se la crisi bancaria o sul debito sovrano è esclusivamente una crisi di fiducia, un sistema credibile di garanzie è in grado di prevenirle. Sono bastate le parole di Mario Draghi, "whatever it takes", per riportare la fiducia nell'area. Se è solo una questione di fiducia, cioè, un sistema comune di assicurazione dei depositi e l'esistenza di un prestatore di ultima istanza sono sufficienti a evitare che la crisi di liquidità si trasformi in insolvenza. Nessun trasferimento di risorse tra Stati ha luogo, e tutti stanno meglio perché la crisi di fiducia è scongiurata. Naturalmente la parola cruciale è "credibile". Un sistema di garanzie può essere credibile solo se si fonda su risorse comuni sottratte ai veti nazionali.

Non tutte le crisi finanziarie sono solo dovute a mancanza di fiducia, tuttavia. La Grecia era davvero insolvente. E il rischio insolvenza è chiaramente più alto in alcuni Stati membri che in altri. Eppure, anche rischi asimmetrici possono essere condivisi. Per essere equo, qualunque accordo di condivisione dei rischi deve tenere conto di eventuali differenze nella posizione iniziale delle parti. Questo principio può essere accolto anche nell'area euro, ad esempio collegando il costo di un'assicurazione comune sui depositi, o di altri fondi precauzionali, alla fragilità di ogni Paese.

La necessità di dotare l'area euro di risorse fiscali comuni si sta lentamente facendo strada, forse anche nei Paesi del Nord Europa. È importante non sprecare quest'occasione. Risorse comuni, svincolate dai veti nazionali, sono indispensabili per sciogliere il trilemma, cioè per garantire stabilità finanziaria a fronte del rischio di arresto improvviso. Il resto può attendere. Certo, ci sono buone ragioni anche per costruire un sistema europeo di assicurazione contro la disoccupazione, e per finanziare investimenti in infrastrutture europee. Ma queste esigenze non sono così urgenti e vitali. Se davvero a Berlino e Parigi vi è disponibilità ad aprire un dibattito serio su come dotare l'area euro di risorse fiscali comuni e per quale uso, la priorità deve essere la stabilità finanziaria.

© RIPRODUZIONE RISERVATA