

STABILITÀ FINANZIARIA

Occorre una svolta per la Bce

di **Guido Tabellini**

Ormai è diventata un'abitudine. Ogni tre o quattro mesi vi è un vertice europeo dedicato alla crisi dell'area euro. Ogni volta si prendono decisioni difficili e controverse, che introducono importanti innovazioni nella governance europea. Per qualche settimana le cose sembrano migliorare. Ma poi tutto torna come prima e peggio di prima. Perché? E cosa bisognerebbe fare per risolvere davvero i problemi?

Perché vi sia davvero una svolta occorre affrontare il problema centrale: la separazione tra politica monetaria e fiscale. È su questo principio che è stata costruita l'unione monetaria europea. Ma la crisi ha reso evidente che, senza una banca centrale che agisca da prestatore di ultima istanza nei confronti degli stati, i paesi ad alto debito pubblico sono troppo vulnerabili di fronte a oscillazioni nella fiducia dei mercati.

Per rimediare a questo difetto costitutivo dell'area euro, è stato istituito il cosiddetto fondo salva-Stati, l'Efsf. Poi ci si è accorti che era troppo piccolo e ne è stata aumentata la dotazione. Ora l'ultima proposta, in discussione al vertice europeo, è di moltiplicare la capacità di azione dell'Efsf concentrando le sue risorse per offrire garanzie parziali sul debito di nuova emissione dei paesi a rischio - cosa che consentirebbe a Spagna e Italia di emettere debito parzialmente garantito fino a tutto il 2013.

Finora queste innovazioni non hanno riportato la fiducia. Vi sono buone ragioni per pensare che anche l'ultimo rimedio non sarebbe efficace. Innanzitutto, perché le risorse dell'Efsf si esaurirebbero tra un paio d'anni. E dopo? La fiducia non può essere a termine.

Continua ▶ pagina 5

Se so già che vi potrà essere una crisi di fiducia tra due anni, perché dovrei fidarmi ora? In secondo luogo, il debito pubblico già in circolazione sarebbe penalizzato rendendo ancora più fragili le banche europee e aggravando il circolo vizioso che stiamo vedendo all'opera: sfiducia nel debito, sfiducia nelle banche, maggior costo del capitale, minori investimenti e minore crescita, insostenibilità del debito. Infine, le garanzie proposte sono modeste: l'esperienza insegna che se il debito è davvero ristrutturato le perdite sono molto più alte - in media intorno al 50 per cento.

Per ripristinare la fiducia occorrerebbe una svolta nell'impostazione della politica monetaria. La stabilità finanziaria dovrebbe assumere un'importanza almeno pari alla stabilità dei prezzi come principio guida per le decisioni di politica monetaria. Agendo di conseguenza, la Bce dovrebbe tagliare i tassi di interesse, e dichiarare che d'ora in avanti intende sostenere i prezzi dei titoli di stato dei paesi dell'Euro, a meno che questi non abbiano davvero una situazione insostenibile nei conti pubblici. Un eventuale deprezzamento del cambio dell'euro contribuirebbe a rilanciare la crescita in un momento in cui il principale rischio è una nuova recessione, non certo l'inflazione. Questa è la politica monetaria oggi in vigore negli altri grandi paesi industriali. La situazione economica esigerebbe lo stesso approccio anche nell'area euro.

Questa svolta nell'impostazione della politica monetaria non è necessariamente incompatibile con i trattati europei, proprio per via dell'eccezionalità della crisi. Tuttavia essa è sicuramente in contrasto con l'opinione prevalente in Germania. E questo non è solo un problema politico. Se la Bce sfidasse l'opinione pubblica tedesca, adottando una politica monetaria ritenuta dalla Germania in contrasto con i principi costitutivi dell'unione monetaria, la moneta unica sarebbe esposta a gravi rischi. Anche la moneta, come il debito, si regge sulla fiducia. Ma non sappiamo quanto a lungo potrebbe durare la fiducia nell'euro, in presenza di contrasti profondi sulla conduzione della politica monetaria.

Questa è la ragione di fondo per cui questo vertice europeo è così difficile. In molti si rendono conto che il contagio potrebbe arrivare alla Francia, e che non si uscirà dalla crisi senza una svolta radicale

nell'impostazione della politica monetaria. Ma questa svolta sarebbe vista come un tradimento dal paese che più di ogni altro ha ceduto sovranità monetaria.

Se questa analisi è corretta, è poco probabile che questo vertice europeo possa essere risolutivo. La crisi durerà ancora a lungo. Dovremo aspettare che anche l'opinione pubblica tedesca si convinca che l'euro è stato costruito su fondamenta difettose, e che questi difetti vanno corretti. Nel frattempo, il Presidente italiano della Bce avrà bisogno di tutta la sua perizia, tecnica e politica.

Guido Tabellini

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Una svolta per la Bce

