

## Ecco perché Krugman sbaglia sull'euro

*di Lorenzo Bini Smaghi*

Caro direttore, sono rimasto sorpreso dall'articolo di Paul Krugman pubblicato su Repubblica di martedì scorso, nel quale si avanza l'ipotesi che l'Europa abbia commesso un errore dieci anni fa nell'adottare l'euro.

Il motivo è che l'area dell'euro non si è ancora dotata della capacità istituzionale di reagire a una crisi profonda come quella che stiamo attraversando, e così rischia di avere la peggio. Le affermazioni contenute nell'articolo non sono sostenute dall'evidenza empirica. Capisco l'esigenza di essere sintetici, e di non annoiare i lettori con troppe cifre, ma bisogna evitare di incappare in gravi imprecisioni. Cerchiamo di fare chiarezza.

Cominciamo dalla politica fiscale, dove secondo Krugman l'Europa, in confronto agli Stati Uniti, non è stata in grado di avviare una politica di rilancio adeguata. Secondo le stime recenti del Fondo Monetario Internazionale, l'impulso fiscale dei paesi europei è nell'insieme paragonabile a quello americano, soprattutto se si tiene conto degli ammortizzatori sociali che, diversamente dagli Stati Uniti, in Europa sono importanti. Ad esempio, per il biennio 2009-2010 le misure discrezionali adottate in Germania sommano al 3,5% del Prodotto lordo, contro il 3,8% degli Stati Uniti. In alcuni paesi europei, come l'Italia, l'impulso è limitato, a causa del debito elevato, ma in altri l'espansione fiscale complessiva è superiore a quella degli Stati Uniti.

L'impressione che gli Stati Uniti abbiano fatto di più può nascere dai successivi pacchetti finanziari varati a sostegno del sistema bancario americano, che ne ha però maggior bisogno di quello europeo. In termini di stimolo alla domanda aggregata, invece, le differenze non sono ampie. Passando alla politica monetaria, quello che conta per valutare il grado di espansione è il confronto tra i tassi d'interesse di mercato, non quelli ufficiali. Tale confronto evidenzia che i tassi europei sono sostanzialmente in linea con quelli in vigore negli Stati Uniti, e in alcuni casi addirittura inferiori. Ad esempio i tassi interbancari con scadenza a 6 e 12 mesi sono più bassi da questa parte dell'Atlantico, di 20 e 30 punti base, rispettivamente. Se si considerano i tassi d'interesse reali, cioè al netto dell'inflazione, i tassi interbancari europei sono nettamente più bassi di quelli americani. I tassi praticati dal sistema bancario sui mutui o sui prestiti alle imprese sono sostanzialmente allineati, e in alcuni casi sono più bassi in Europa.

Guardando poi all'operatività della banca centrale, dopo l'iniziale immissione di liquidità per oltre 90 miliardi di euro, nell'agosto del 2007, il bilancio della Bce è progressivamente aumentato di circa 600 miliardi di euro, raggiungendo una dimensione pari al 16% del Pil (contro il 13% della Riserva federale americana). Con una differenza, però. I finanziamenti della Bce al sistema bancario sono erogati contro garanzie, cosicché i rischi per i contribuenti europei sono minimizzati. Secondo Krugman il fatto che la Bce non abbia alle sue spalle un governo che copra eventuali perdite le impedisce di essere più "temeraria". Questa visione presuppone che debbano essere i contribuenti a pagare, con la tassa dell'inflazione, le difficoltà del sistema bancario. Non sono sicuro che tale visione rifletta la volontà popolare negli Stati Uniti. Di certo non è il caso dei paesi dell'euro.

La tesi di Krugman, in sintesi, è che in una situazione di crisi è meglio avere una sola autorità decisionale, come negli Stati Uniti, piuttosto che 16 governi diversi che hanno difficoltà a coordinarsi, come nel caso dell'area dell'euro. La tesi sembra ragionevole, in teoria. Ma non è in grado di spiegare come mai la decisione più devastante di questi ultimi mesi, quella di lasciar fallire una banca di importanza sistemica in piena crisi finanziaria, sia stata presa proprio laddove c'era una sola autorità in carica, mentre in Europa i 16 governi dell'area dell'euro sono riusciti ad evitare un tale errore. Non è in grado di spiegare come mai i 16 governi dell'area dell'euro siano riusciti in

questi mesi ad accordarsi sulle politiche da mettere in atto per ricapitalizzare il sistema bancario, per garantire i finanziamenti a medio termine e per rimuovere i titoli tossici dai bilanci bancari, decisioni che sono diventate punto di riferimento per il G-20.

Krugman conclude che se paesi come la Spagna non avessero adottato l'euro oggi starebbero meglio. Di nuovo, in teoria l'idea di poter svalutare la propria moneta può sembrare attraente. In realtà, quando il commercio internazionale si contrae e i mercati finanziari dubitano delle monete più deboli, lo strumento della svalutazione rischia di peggiorare la fiducia degli operatori, aggravando ulteriormente la crisi economica e finanziaria. L'esperienza italiana del 1992-93 lo conferma. Krugman dovrebbe farsi un giro nei paesi europei che non hanno l'euro, e che vorrebbero averlo rapidamente, per rendersi conto che talvolta c'è una notevole discrepanza tra la teoria dei libri di testo e la realtà dei fatti concreti.

Nessuno sostiene che tutto è perfetto in Europa, al contrario. Bisogna continuare a rafforzare il processo di integrazione e migliorare il coordinamento delle politiche economiche e finanziarie. Basandosi però su ciò che è stato costruito finora, in particolare l'euro.