

Ma il default si può evitare

Default da evitare

di **Pierpaolo Benigno**

Come un canone che si ripete ogni estate, la domanda che ritorna è se l'economia mondiale ha bisogno di ulteriori stimoli di politica monetaria e fiscale per uscire completamente dalla crisi. È questo un tema molto di attualità negli Stati Uniti, dove si sta esaurendo il piano di acquisto di titoli da parte della Fed, concepito proprio nella scorsa estate. E dove, anche se è stata tamponata una possibile deflazione, la crescita è anemica, la disoccupazione stenta a ridursi, il mercato immobiliare è ancora debole e il rientro dai debiti elevati delle famiglie grava pesantemente sui consumi.

L'Europa, nel suo insieme, non sta attraversando un periodo migliore. Ma qui porsi una domanda del genere sembra completamente fuori luogo per vari motivi. La crisi dei debiti sovrani non lascia tregua, l'austerità fiscale è sacrosanta e la Bce ha già deciso prematuramente la sua exit strategy. Invece no, solo rispondendo a questa domanda si può trovare la soluzione della crisi europea e in particolare della Grecia ormai al default.

La novità è nel rivoltare la domanda nella sua forma speculare, cioè guardando all'altra faccia della medaglia.

Così come fa Brad De Long, economista di Berkeley. Si chiede: è questo il momento di aumentare l'offerta di attività finanziarie sicure? Cioè pone la domanda guardando al mercato delle attività finanziarie anziché a quello dei beni. Un cambio di visione che ha le sue radici nel pensiero dell'economista britannico John Stuart Mill, vissuto nell'800. Ad un eccesso di offerta in un mercato corrisponde un eccesso di domanda in un altro mercato. In particolare, se c'è un eccesso di offerta di beni, c'è un eccesso di domanda di attività finanziarie e viceversa. Ma quale mercato finanziario oggi ha bisogno di una maggiore offerta? Con la crisi finanziaria negli Stati Uniti e con la crisi del debito in Europa tanti strumenti finanziari che erano privi di rischio non lo sono più. Nessuno sa dove mettere i soldi al sicuro. Quindi,

proprio nel mercato delle attività prive di rischio sperimentiamo oggi una carenza di offerta e un eccesso di domanda. Conseguenza che a questo eccesso di domanda nei mercati finanziari corrisponde sia un eccesso di offerta nel mercato dei beni, e così si spiega la stagnazione, sia un eccesso di offerta di lavoro, e così si spiega la disoccupazione.

Per dare un'idea di quante attività finanziarie prive di rischio sono state perse, basta considerare che nell'area euro sommando il debito pubblico dei singoli Paesi si raggiunge la cifra di circa 7.800 miliardi. Prima della crisi, tutto questo debito era considerato sicuro, oggi non lo è più. Rimane ora solo quello dei Paesi a tripla A che ammonta a 4.200 miliardi. C'è in questo mercato una carenza di offerta di attività finanziarie prive di rischio che non è stata colmata con offerta in altri segmenti. E a questa carenza di offerta, o eccesso di domanda, corrisponde appunto un eccesso di offerta nel mercato dei beni e del lavoro, che si riflette in una crescita anemica e in un'elevata disoccupazione. La soluzione per tutto è quella di aumentare l'offerta di attività finanziarie sicure.

Da questa prospettiva, il primo messaggio che emerge è che una politica fiscale espansiva se la possono permettere, e la devono fare, solo i Paesi a tripla A perché sono i soli che possono aumentare l'offerta di attività sicure. Una politica fiscale selettiva avrebbe il pregio di aggiustare gli squilibri interni all'area euro con minori costi per la periferia perché agirebbe sulla competitività.

Emerge anche la soluzione della crisi greca. Dal momento che c'è eccesso di domanda di attività finanziarie sicure, perché non trasformare il debito greco da rischioso a privo di rischio. La Bce

può farlo da un giorno all'altro, acquistando tutto il debito a fronte di moneta-euro, che è un titolo sicuro. La crisi si risolverebbe immediatamente. D'altra parte, il default andrebbe nella direzione opposta perché per i suoi effetti sistemici farebbe perdere lo status di sicurezza anche ad altre attività finanziarie. Amplificherebbe l'eccesso di domanda di attività finanziarie prive di rischio e quindi, specularmente, produrrebbe maggiore stagnazione e disoccupazione.

Infine, se proprio non si vuole commettere il "peccato" di acquistare tutto il debito greco, bisogna essere consapevoli che tutte le politiche che limitano l'emissione di attività finanziarie prive di rischio, come l'aggiustamento dei deficit dei Paesi a tripla A e l'exit strategy della Bce, non possono che portarci verso una nuova recessione perché vanno nella direzione opposta rispetto a sanare gli squilibri presenti nei mercati.

L'Europa, con l'area euro, e maggiormente gli Stati Uniti, mantengono ancora oggi il privilegio di poter emettere attività finanziarie sicure. Privilegio che non apparteneva certamente ai Paesi dell'America Latina o dell'Asia dell'Est nelle loro recenti crisi finanziarie. È questo uno strumento che bisogna utilizzare al più presto e senza esitazione. Il rischio più grande è che le condizioni si deteriorino a tal punto che si perda la fiducia anche su quel poco di sicuro che è rimasto.

