

LE SCELTE DI DRAGHI

Un passo in più per la Bce

Un passo in più per la Banca centrale europea

di **Pierpaolo Benigno**

Chiuso il sipario e sciolte le Criserve sui governi Monti e Papademos, il mercato ora si chiede se mai la Bce sarà in grado di sciogliere a sua volta le proprie riserve, cioè se mai riuscirà a diventare in tutto e per tutto prestatrice di ultima istanza. Nella sua prima conferenza stampa da presidente della Bce, in maniera un po' inusuale, Mario Draghi aveva risposto a domanda con domanda.

«**P**erché pensa che una Bce che diventi prestatrice di ultima istanza per i governi sia ciò che è necessario per mantenere unita l'area euro? La Bce ha un solo compito: la stabilità dei prezzi». I mercati non riescono a persuadersi della retorica della stabilità dei prezzi, com'è chiaro con la sfiducia che lambisce la Francia. È vero il contrario: unità e sopravvivenza dell'area euro dipendono dal ruolo di prestatore di ultima istanza della Bce - nei confronti dei governi - che è un compito nuovo, non necessariamente antitetico, forse complementare a quello tradizionale di prestatore di ultima istanza verso il sistema bancario, per il quale le banche centrali moderne sono state costituite. Ci vuole persuasione non retorica per portarci fuori dalla crisi, un pensiero monetario non ortodosso.

Ecco il punto per capire quanto sia in pericolo la moneta unica: constatare che stanno evaporando quasi completamente e con una certa celerità le attività finanziarie, quelle denominate in euro, che hanno il pregio di essere considerate prive di rischio. Si tratta di quei titoli che mantengono il valore nel tempo, che sono porto sicuro dei risparmi. Molte attività finanziarie che reputavamo tali hanno cambiato grado di rischiosità. In particolare i debiti pubblici. A giugno 2011, prima che l'Italia perdesse quasi completamente la fiducia, l'83% di circa 8mila miliardi di debiti pubblici nell'area euro poteva

considerarsi privo di rischio. Da quando l'Italia ha passato la linea di confine la quota si è ridotta al 59%; ora, con Austria, Belgio e Francia sotto attacco arriveremo al 30%; si salvano Germania, Olanda e Finlandia e qualche altro piccolo Paese. Se entrassero anche loro, raggiungeremmo lo stadio finale: non più crisi dei debiti sovrani ma crisi sulla fiducia dell'euro come moneta.

Poco più di un anno fa, ho ascoltato la risposta di Bernanke a chi gli poneva una domanda simile. È vero che in questa crisi abbiamo visto il trionfo della moneta fiduciaria? La risposta è stata affermativa, ma sotto una condizione importante: che la Banca centrale preservi la sua indipendenza. Non è questa una risposta che va banalizzata e letta come necessità di separare la politica monetaria da quella fiscale. Sarebbe non solo sbagliato, ma contrasterebbe con i fatti che hanno visto la Fed intervenire ad acquistare i propri titoli di Stato. Invece, il concetto di indipendenza a cui Bernanke si riferiva è più sottile. L'indipendenza della Banca centrale, e la forza della sua moneta fiduciaria, dipende dalla garanzia ultima della solvibilità della politica fiscale nel lungo periodo. Se durante la crisi fosse mancata quest'ancora, la Fed non avrebbe potuto fare le acrobazie di cui è stata capace. Da quando negli Usa la solvibilità di lungo periodo della politica fiscale è più fragile, la Fed ha le mani legate.

Cosa significa tutto ciò per l'Europa? Dal momento che l'insieme delle attività finanziarie prive di rischio si riduce progressivamente e i dubbi sulla solvibilità dei debiti sovrani si allargano a quasi tutta l'area euro, vengono a mancare le ancore per la moneta fiduciaria. Non è solo un problema tecnico su come possa operare una Banca centrale nella gestione della liquidità, operazioni che necessitano di buon collaterale come controparte. La bontà del collaterale si può abbassare ma non per troppo tempo. Il rischio più grave è quello di una dollarizzazione dell'area euro, cioè un

processo di sostituzione dell'euro con un'altra valuta. Questa transizione avviene in modo naturale per chi gestisce i portafogli finanziari e bilancia attività rischiose verso quelle meno rischiose. Mancando attività prive di rischio nell'area euro si riverserà verso quelle denominate in valuta estera. Anche chi concede credito a controparti europee potrebbe decidere di denominarlo in moneta straniera, perché viene a mancare la fiducia, e infine anche chi fissa i prezzi dei propri prodotti potrebbe scegliere un'altra valuta. Le monete buone scaccerebbero quella cattiva. Non si arriverà a tanto perché i debitori, e in primis i governi, non accetteranno di indebitarsi in altre valute: sarebbe troppo costoso. Prima della dollarizzazione, l'euro si frammenterà in nuove monete nazionali.

Ecco che si spiega il bisogno di un prestatore di ultima istanza per l'unità dell'area euro. Perché è indispensabile che qualcuno creda nella solvibilità ultima delle politiche fiscali, che si fidi pienamente delle misure di austerità e della traiettoria che impongono verso la sostenibilità. Un prestatore benevolo dovrebbe garantire illimitatamente il valore dei debiti pubblici, per mantenerne lo status di attività prive di rischio in modo da facilitare, non ostacolare, il cammino verso la sostenibilità. Garantire nel breve periodo per ricevere le proprie garanzie ultime nel lungo periodo. Sì, presidente Draghi, è proprio la Bce che ha questo compito, quasi come se fosse la risposta a un semplice istinto di sopravvivenza.

pbenigno@luiss.it

© RIPRODUZIONE RISERVATA

