

## LE SOLUZIONI

## La fiducia e le garanzie

di **Pierpaolo Benigno**

Le parole chiave da tenere presenti oggi nell'incontro dei leader dell'area euro, riuniti per risolvere la crisi greca e europea, sono due: fiducia e garanzia. La strategia generale da seguire dovrebbe fondarsi sul seguente principio. Per salvare il sistema basato sull'euro, con una fiducia che va deteriorandosi, bisogna trovare e porre le giuste garanzie. Ecco, la buona notizia è che abbiamo ancora a disposizione delle garanzie da utilizzare. La cattiva è che se non si decide al più presto perderemo pure queste ultime.

Con l'attacco al debito italiano, la crisi ha raggiunto la fase più delicata e la metamorfosi, appunto, in crisi di fiducia nell'intero sistema dell'euro.

Può facilmente diventare un punto di non ritorno. In effetti, i limiti fra ciò che è considerata un'attività finanziaria sicura e ciò che non lo è più si assottigliano, come anche i margini fra chi è un buon debitore e chi non lo è più. Il caso dell'Italia è proprio emblematico di questo passaggio: da un Paese con un debito sostenibile se valutato a bassi tassi d'interesse e anche con una flebile crescita, a un Paese insolvente sotto alti tassi e un'economia in stagnazione o recessione. E in effetti il quadro economico è complicato dal non sapere se la crescita mondiale nei prossimi mesi sarà solida.

Se non si troverà al più presto la soluzione, questa nuova metamorfosi porterà a una rarefazione dell'insieme delle attività finanziarie che vengono considerate sicure o prive di rischio. Un deterioramento del genere può avvenire progressivamente, con alti e bassi come in questi giorni, così come può precipitare immediatamente con il panico. Può colpire il debito di un Paese, ma anche il debito di chi vi è esposto, come le banche e i loro depositi. O rendere più incerti i rendimenti delle attività reali e quindi i corsi azionari. Alla fine non sapremo più dove mettere al

sicuro i nostri risparmi se non nel rifugio di attività finanziarie fuori dalla nostra valuta o reali, come ad esempio il franco svizzero e l'oro - cosa che sta già avvenendo - con l'eventualità che potrebbe venire meno anche il ruolo dell'euro come strumento per le transazioni economiche, e quindi crollare la moneta fiduciaria.

Per ripristinare la fiducia servono le giuste garanzie. Se c'è una corsa ai depositi per il pericolo di insolvenza di una banca, allora le garanzie ai depositi poste dallo stesso sistema bancario sono sufficienti. Ma se la corsa è verso molte banche allora quelle garanzie non bastano più e deve intervenire il Governo. Ma se anche il Governo è insolvente e non si hanno altre garanzie a disposizione, il sistema crolla.

Quali garanzie sono rimaste in Europa? Sostanzialmente quelle che sono poste a fronte del debito dei Paesi che mantengono ancora la tripla A, Francia e Germania in particolare, quindi la loro capacità impositiva. Rimane anche la garanzia dell'euro come moneta fiduciaria, e la possibilità per la Bce di creare liquidità a discrezione. Per certi versi, però, la garanzia ultima di una moneta fiduciaria non può che fondarsi sulla capacità impositiva dei Paesi che emettono debito privo di rischio, e quindi sull'esistenza di attività sicure nella stessa valuta. Infatti, anche se è vero che una banca centrale può operare con un capitale negativo per alcuni anni, lo può fare solo se continua a detenere attività prive di rischio nel suo bilancio che ne assicurano la solvibilità di lungo periodo. D'altra parte, entrando in territori sconosciuti, la forza di una moneta fiduciaria è così grande al punto che, se si lanciassero banconote dagli elicotteri, come aveva detto Friedman, oppure le si mettessero in buche per farle scovare, come aveva detto Keynes, quegli euro sarebbero ben accetti per la fiducia che la gente vi ripone, senza che a nessuno importi di come sono stati creati e

del loro collaterale.

C'è tuttavia una terza garanzia da considerare, cioè l'imposizione fiscale dei Paesi deboli che, anche se da sola non fosse sufficiente per sostenere i singoli debiti, potrebbe invece essere garanzia per un debito comune europeo congiuntamente con la tassazione dei Paesi virtuosi. Così la comunione dei debiti creerebbe una nuova attività finanziaria priva di rischio.

Tenuto quindi conto delle garanzie che sono rimaste, ci sono tre possibili soluzioni o loro varianti, dove il principio base è quello di togliere il debito rischioso dal mercato, per poi ristrutturarlo: o la Bce lo acquista, o il fondo di salvataggio europeo Efsf, a fronte di un finanziamento della Bce o dei contributi dei Paesi a tripla A, oppure viene scambiato con debito dell'Unione e garantito da un'imposizione fiscale federale. Le varie soluzioni si differenziano per i diversi effetti distributivi fra Paesi creditori e debitori, ma tutto sommato questi calcoli ragionieristici sono proprio di secondo ordine rispetto alla gravità della situazione. Vane sarebbero le proposte di eurobond che tolgono solo parzialmente il debito rischioso dal mercato e che non hanno garanzia ultima in un sistema di tassazione federale.

L'amara verità è che, se si fosse operato da subito acquistando il debito greco anche perdonandolo del tutto, quelle perdite di 300 miliardi di euro sarebbero state sicuramente inferiori rispetto alle migliaia di miliardi che evaporerrebbero nel caso in cui la situazione dovesse precipitare.

*pbenigno@Luis.it*

© RIPRODUZIONE RISERVATA

