

**STRATEGIE ANTI-CRISI**

# Francoforte può salvare l'Europa

## Se la Bce agisce l'euro potrà salvare l'Europa

di **Pierpaolo Benigno**

La chiave di volta per la soluzione della crisi europea gira e rigira per ritornare sempre nelle mani di chi può effettivamente utilizzarla, la Banca centrale europea.

Siamo passati dal fiscal compact alle riforme strutturali, dalle misure per la crescita allo scudo anti-spread per arrivare sempre al solito nodo: il ruolo della Bce.

L'Europa si sta avviando verso un processo di riduzione dei debiti che potrebbe portare ad una forte implosione con conseguente rottura dell'euro. Il margine fra una crisi di illiquidità o di insolvenza è oggi difficile da identificare. C'è bisogno di un garante che eviti la deflagrazione e conduca le economie verso un percorso di maggiore integrazione economica e politica e che riesca a sopportare le perdite sussidiando appropriatamente parti del sistema economico. Senza questo i mercati non sono più disposti a continuare a investire nel vecchio continente. La Bce può svolgere questo ruolo con costi estremamente bassi, velocità di azione ed elevate probabilità di successo rispetto a qualsiasi altro agente economico.

Ma da dove arriva tanta forza per la Bce e dove si fonda la sua vera reputazione? La risposta standard è che la forza della Bce nella crisi sta nella possibilità di stampare moneta mentre la reputazione è nella capacità di mantenere sotto controllo l'inflazione. Forza e reputazione, così identificate, entrano facilmente in collisione. Se stampare moneta può risolvere la crisi dei debiti sovrani allo stesso tempo rischia di creare inflazione e minaccia la reputazione stessa. Ma forza e reputazione sono meno contraddittorie di quanto appaiano, anzi sono la stessa cosa.

La reputazione di fondo della Bce non è tanto nei successi ottenuti nel contenere l'inflazio-

ne, quanto nella capacità di emettere una moneta accettata da tutti. Questa fiducia non è scontata, tanto è vero che forze centrifughe la minacciano, ma è la vera grande conquista dell'unione monetaria. Non tutte le banche centrali hanno la possibilità di emettere moneta fiduciaria di alto grado. Si pensi ai Paesi dollarizzati, oppure all'Argentina prima della sua crisi. Non tutti i Paesi possono contare su più di trecento milioni di persone che scambiano la stessa moneta. Una dimensione che potrebbe fare dell'euro anche valuta di riserva mondiale. Questa fiducia suggella la forza stessa della Bce incardinandola nel ruolo di prestatore di ultima istanza del sistema economico.

Proprio per questa capacità di emettere moneta che è accettata da tutti, la banca centrale è speciale. A differenza delle altre banche non è a rischio di corse agli sportelli e di problemi di illiquidità. Le sue passività sono semplicemente euro. Una moneta da un euro non è altro che un diritto per chi la detiene ad ottenere dalla banca centrale un euro stesso, nulla di più. Fintanto che l'euro è moneta fiduciaria, le passività della banca centrale sono perfettamente liquidabili. Per questo motivo, la banca centrale può anche intervenire in altri mercati per sanare eventuali problemi di illiquidità facendo leva sulla perfetta liquidabilità delle proprie passività. Inoltre nel ruolo di emittente di moneta fiduciaria ha anche il potere di fissare il proprio costo di finanziamento, che è il più basso nell'unità di conto e può trasferire i suoi tassi d'interesse ad altre parti del sistema. Così come può rendere liquido ciò che è illiquido, può in certi casi rendere solvente chi è ai margini dell'insolvenza, sussidiandolo ai propri tassi o anche accollandosi le perdite e spalmandole nel tempo.

Siamo arrivati ai confini della non-ortodossia monetaria dal momento che invociamo una banca centrale che distribuisca risorse, che si accoli perdite e sussidi il sistema economico. Cioè un ruolo più da politica fiscale che

monetaria. Niente affatto, i tabù sono già stati in parte infranti. Quando la Bce offre liquidità illimitata alle banche con le operazioni di rifinanziamento a lungo termine implicitamente le sussidia perché non riuscirebbero altrimenti a finanziarsi a tassi così bassi. Quando le banche stesse vengono costrette a comprare i titoli del debito pubblico, allora sono i governi a essere sussidiati.

Sembra che ci sia un ulteriore problema di fondo. Si dice che la Bce non si possa sostituire ai governi e ai cittadini europei per dare maggiore Europa, se questi non la vogliono realmente, mettendo a repentaglio quindi la propria reputazione, quella anti inflazionistica. È senza dubbio vero che l'Europa ha bisogno di passi importanti verso una maggiore integrazione economica e politica. Ma è anche vero che la Bce è già un cardine importante di questa integrazione, perché legittimata da più di trecento milioni di europei che ancora accettano l'euro come moneta fiduciaria e che implicitamente hanno scelto "più Europa" da tempo. Questa è la vera forza e reputazione della Bce. Quando Draghi afferma che l'euro è un processo irreversibile non può che farlo sulle basi di questa consapevolezza. Sarebbe inimmaginabile per un banchiere centrale mettere a repentaglio la reputazione della stessa banca centrale, cioè la fiducia nella sua moneta. Stiamo quindi tranquilli che alla fine sarà proprio l'euro a salvare l'Europa.

pbenigno@luiss.it

© RIPRODUZIONE RISERVATA

