

LA STRETTA DI TRICHET

Il gioco del pollo e la prova di forza

di **Pierpaolo Benigno**

Gli economisti che si occupano della teoria dei giochi lo chiamano il gioco del pollo. La sfida fra due contendenti che, alla guida delle rispettive automobili, si lanciano a velocità folle verso uno scontro frontale. Se entrambi non cedono, si ha lo scontro. Chi invece sterza per primo è appunto il pollo, il codardo. Da poco più di un mese, Trichet ha deciso di entrare in questo gioco pericoloso, che vede molti antagonisti dall'altra parte. Da un lato le politiche fiscali dei governi europei, dall'altro le banche commerciali e le autorità di regolamentazione e, infine, tutte le istituzioni europee che dovrebbero risolvere questa crisi dei debiti sovrani e non lo fanno.

Domani la Bce alzerà i tassi d'interesse senza alcuna sorpresa. Ma le parole di Trichet avranno un peso importante per leggere le mosse future e daranno direzioni su ulteriori strette monetarie, a opportuni intervalli, e strategie di uscita dall'erogazione illimitata di liquidità. Sono mosse premature, molto discutibili dal lato dell'analisi monetaria. La ripresa in Europa non è per ora così forte e neppure omogenea da motivare un rialzo dei tassi. Ci sono troppi problemi, troppe divergenze. Solo il gioco del pollo può essere una spiegazione plausibile. È questa una battaglia fra la politica monetaria e tutto il resto, e non si gioca affatto per combattere quel poco d'inflazione che vediamo o che vedremo, ma per il controllo di un campo: la capacità della politica monetaria di controllare in maniera libera il meccanismo di trasmissione, di alzare e abbassare i tassi per rispondere alle condizioni cicliche dell'economia al fine ultimo della stabilità dei prezzi.

Controllo che è anche condizione principe per l'indipendenza dell'autorità monetaria. Trichet sta anticipando i tempi perché vuole riprendersi lo strumento di politica monetaria, il tasso d'interesse, quando un domani gli servirà veramente. Il controllo della politica monetaria si è perso perché la Bce si trova in una trappola della liquidità all'incontrario, dove non è proprio opportuno alzare i tassi. L'inopportunità di un rialzo dei tassi dipende dall'uso improduttivo della liquidità. Dopo Lehman Brothers, ci eravamo convinti che il sistema bancario avrebbe imparato la lezione di non sottovalutare i rischi, che i mercati finanziari sarebbero stati regolamentati a perfezione. Invece il subprime europeo, il problema dei debiti sovrani, si è sviluppato tutto dopo Lehman

Brothers, quando le banche hanno riversato la liquidità ricevuta nei titoli di Stato europei invece che verso investimenti produttivi. Il rialzo dei tassi mostra ora le crepe del sistema. Scopre l'insostenibilità dei debiti pubblici eu-

ropei, creando un circolo vizioso fra debiti pubblici, attivi bancari e problemi di capitalizzazione degli intermediari.

Ma se questo rialzo è così inopportuno, perché Trichet fa una scelta così folle? Per riconquistare il controllo del campo perduto e vincere la sfida, deve fare in modo che gli antagonisti siano i primi a sterzare. Mettere in luce il problema delle banche e dei governi li pone nella scomoda condizione di trovare una soluzione. In effetti, da quando Trichet ha annunciato il rialzo dei tassi, la crisi dei debiti sovrani si è acuita in Grecia e Irlanda fino a comprendere ora il Portogallo. Il problema della sottocapitalizzazione delle banche è diventato molto più pressante in tutta Europa come in Italia. Iniziano a farsi i conti sul vero valore degli attivi dei bilanci bancari.

Tuttavia manca ancora una risposta seria al problema della sostenibilità dei debiti pubblici. Forse perché è saggio aspettare per permettere al sistema bancario europeo di rafforzarsi per resistere all'urto. Altrimenti nes-

suno sarà disposto a ricapitalizzare le banche per poi sostenere perdite certe, in caso di ristrutturazione dei debiti sovrani. Il rialzo dei tassi della Bce punta tutto verso questa direzione. Con l'apprezzamento dell'euro, il rigore fiscale, la crescita bassa non ci sono molti margini per giudicare ancora sostenibile la posizione debitoria di Irlanda, Grecia e Portogallo.

Quanto più Trichet spingerà il piede sull'acceleratore, tanto più urgente sarà risolvere il problema dei debiti e delle banche in Europa. Ma la mossa di Trichet è veramente credibile? Dipende dall'effettiva capacità degli antagonisti di sterzare in tempo. L'inerzia nel prendere

decisioni a livello europeo, che è sotto gli occhi di tutti, ci suggerisce che il volante della macchina degli antagonisti di Trichet è in effetti un po' bloccato. Se non riescono a cambiare direzione allora Trichet dovrà cedere, senza portare a casa il risultato desiderato e dopo aver inflitto costi notevoli alle economie europee. Da oggi si accettano scommesse su chi sarà il pollo di questo gioco.

pbenigno@luiss.it

© RIPRODUZIONE RISERVATA