

EUROINTELLIGENCE

ERIC CHANEY*

TRE BUONE RAGIONI PER ESSERE OTTIMISTI

IMERCATI non sono più così spinti al rialzo quanto nella prima fase della ripresa. La Dubai World, la Grecia e il salvataggio della banca austriaca hanno reso i mercati più consapevoli che il debito, in un ambiente ancora deflativo, non sparisce per incanto, ma passa di mano in mano come una patata bollente. Su questo sfondo, appaiono logiche le preoccupazioni per una recessione a doppio picco negativo, preoccupazioni, che però, a mio avviso, sono esagerate. Il mio ottimismo fuori dal coro risponde a tre ragioni: innanzitutto, il ciclo delle scorte globale si dimostrerà più forte di quanto si creda. In tutto il mondo, la maggior parte delle aziende produttrici di beni hanno liquidato i magazzini per tagliare la produzione, non perché fosse crollata la domanda finale. Temendo una crisi compiuta del credito con tutte le sue conseguenze hanno fatto cassa quanto più possibile, vedendoci una sorta di polizza assicurativa. La recessione globale è ruotata attorno alla paura piuttosto che alla realtà di una crisi generalizzata della liquidità.

La seconda è che globalmente l'effetto degli stimoli fiscali sembra sottostimato. Secondo l'Fmi, gli stimoli fiscali approvati all'inizio del 2009 e implementati progressivamente in tutto il mondo rappresentano il 2% circa del Pil aggregato del G20. Tra gli economisti e gli analisti che si avvalgono di modelli c'è consenso sul fatto che il moltiplicatore fiscale sia relativamente basso, anche se ciò potrebbe cambiare quando le rispettive banche centrali, non potendo più abbassare nella misura necessaria i tassi di interesse a breve perché già abbassati a zero, non reagiranno più agli stimoli fiscali. Lawrence Christiano della Northwestern University e Robert Hall di Stanford stimano che, stanti queste condizioni, il moltiplicatore fiscale potrebbe salire a 1,7 o persino a 2 punti. Considerato che per registrare l'impatto di cambiamenti nella politica fiscale occorre un periodo di circa 12 mesi, appare giusto prevedere che buona parte dell'effetto sulla crescita del Pil si sentirà nel 2010. La terza è che, nel breve periodo, il prezzo del greggio probabilmente scenderà dato l'attuale eccesso di scorte a fronte di un calo della domanda.

La valutazione a lungo termine presenta maggiori incertezze. Nella transizione da una ripresa alimentata dall'azione politica a una crescita sostenibile, l'economia globale avrà tre "venti contrari".

Primo: la crisi del credito, perché i canali tradizionali di finanziamento sono ancora parzialmente ostruiti, in particolare nel segmento del credito intermedio.

Secondo: le incertezze sulle exit strategy monetarie e fiscali e sulla possibile mancanza di un coordinamento internazionale, dove coordinamento non vuol dire sincronizzazione. L'ideale sarebbe che la Fed rientrasse prima della Bce, perché nell'economia reale dell'Eurozona l'intermediazione pesa più che negli Stati Uniti. Purtroppo, probabilmente accadrà il contrario.

Terzo: sul fronte dell'offerta di credito si potrebbe registrare una reazione negativa dovuta a una più stringente normativa bancaria, perché anche se le autorità concedessero alle banche il tempo necessario per adeguare la propria struttura del capitale, a causa della concorrenza interbancaria, l'impatto sull'offerta di credito potrebbe essere istantaneo.

Arrivati a questo punto, sono tentato di concedere alla dirigenza politica il beneficio del dubbio: finora ha fatto i passi giusti per scongiurare le conseguenze più drammatiche che può comportare una crisi finanziaria, ossia un'altra Grande Depres-

sione con riflessi sociali e politici inimmaginabili.

*capo economista di AXA Group
(Traduzione di Guiomar Parada)

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Dominique Strauss-Khan (Fmi)

