

SCENARI INTERNAZIONALI**L'ONDA LUNGA DEI SUBPRIME**

Ancora difficile valutare tutti gli effetti della crisi finanziaria sull'economia reale - Le incognite di petrolio e materie prime

Un nuovo equilibrio solo con una riforma del sistema monetario
La situazione attuale ricorda la fine di Bretton Woods del 1971

L'America conta sull'Europa

Un ruolo da protagonista è possibile ed è favorito dalle incertezze Usa

di **Vincenzo Visco ***

Solo poche settimane fa i giornali e gli addetti ai lavori ci avevano informato che la crisi dei subprime era da ritenersi superata. Quello che sta accadendo in questi giorni indica invece che forse il peggio deve ancora venire e che i rischi di insolvibilità si stanno estendendo all'intero mercato dei prestiti e delle obbligazioni americane ampiamente sottoscritte dalle banche e dagli investitori di tutto il mondo.

Invece dei 3-400 miliardi di dollari di perdite previste, alcuni osservatori (come Nouriel Rubini), o banche d'affari (come Goldman) prevedono perdite finali superiori a mille miliardi. Si tratta di cifre che rispetto alle dimensioni dei mercati finanziari e del capitale delle banche sono, contrariamente a quanto si pensa, di dimensioni contenute e quindi sostenibili, ma che tuttavia richiedono una riorganizzazione faticosa e consapevole del sistema finanziario globale. Altre banche falliranno, altri interventi di sostegno saranno necessari, con l'inevitabile seguito di polemiche contro gli speculatori e i rischi di *moral hazard*. Polemiche del tutto vane dal momento che in una situazione come quella attuale l'unica preoccupazione delle autorità non può che essere quella di circoscrivere e contenere la crisi e il pericolo di contagio che può derivarne.

Il problema principale oggi è comunque quello di valutare le ripercussioni della crisi finanziaria sull'economia reale. Ancora pochi giorni or sono Robert Solow negava che l'economia americana corresse il rischio di una recessione seria e prolungata. Oggi la situazione appare più delicata. La crisi dei mutui ha prodotto il crollo dei valori immobiliari e la conseguente difficoltà finanziaria o l'insolvenza di molte famiglie americane i cui consumi sono ampiamente dipendenti dal credito. Questa situazione determina sia una restituzione creditizia che una riduzione dei consumi che finora sono state gestite con una politica monetaria molto espansiva e con sgravi fiscali che hanno ridato temporaneamente fiato alla domanda interna.

Per quanto la situazione sia stata finora tamponata, altre difficoltà stanno

emergendo e riguardano non solo l'economia americana ma l'intero assetto dell'economia e della finanza globale. L'aumento del prezzo del petrolio e delle materie prime rappresenta infatti uno shock reale micidiale per le economie dei Paesi importatori che ha prodotto una spinta inflazionistica con conseguenze fortemente destabilizzanti. Infatti la politica monetaria degli Stati Uniti e la continua svalutazione del dollaro hanno determinato per i Paesi che usano il *pegging* della loro moneta a quella americana (soprattutto i Paesi di nuova industrializzazione e quelli del Golfo) una fortissima spinta inflazionista interna che non è più possibile affrontare con gli strumenti tradizionali di manipolazione dei cambi e delle politiche monetarie.

La situazione è particolarmente seria in Cina dove l'inflazione effettiva è a due cifre e dove l'alternativa è tra lasciare che l'aggiustamento reale avvenga a carico dei salari, cosa che aumenterebbe di non poco i problemi sociali interni che rischiano di diventare sempre più esplosivi, o viceversa far rivalutare fortemente lo yuan al suo valore effettivo con non poche conseguenze negative: riduzione delle esportazioni, riduzione della crescita, riduzione del valore reale delle enormi attività denominate in dollari detenute, necessità di un radicale aggiustamento del modello di sviluppo finora seguito facendo maggiore affidamento sulla domanda interna e ridimensionando il modello *export led* che così efficace è stato finora. Né i cinesi possono richiedere e sperare che siano gli Stati Uniti ad aumentare i propri tassi di interesse e a far risalire il dollaro, dato che gli sforzi attuali delle autorità americane sono tutti volti a evitare una possibile grave recessione che avrebbe effetti negativi globali.

Gli intrecci perversi e le contraddizioni in essere sono quindi molti e i nodi difficili (ma non impossibili) da sciogliere. Un nuovo equilibrio richiederà comunque una seria riforma del sistema monetario internazionale, dato che l'attuale assetto non sembra possa resistere alle pressioni cui è sottoposto: da questo pun-

to di vista la situazione è molto simile a quella che nel 1971 portò alla fine del sistema di Bretton Woods: deficit gemelli e politica monetaria permissiva negli Usa (derivanti dalla necessità di finanziare la guerra nel Vietnam), esportazione dell'inflazione all'estero, e fine del regime di cambi fissi.

Il nuovo equilibrio, inoltre, non è agevole da costruire perché esso postula la fine dell'egemonia del dollaro e della gestione unilaterale del mondo da parte degli Stati Uniti. Richiede inoltre mercati finanziari più regolamentati, e la sorveglianza sui movimenti di capitale a breve termine i cui disordinati flussi in entrata e in uscita sono stati alla base della crisi del debito dei paesi dell'America Latina negli anni 80, della crisi asiatica degli anni 90, e della stessa crisi finanziaria attuale.

In buona sostanza bisognerà attendere le elezioni del novembre prossimo negli Usa per vedere in che modo e, in che direzione gli Stati Uniti vorranno e sapranno reinterpretare la loro funzione di leadership in un contesto in cui gli equilibri tradizionali sono fortemente mutati. I problemi economici sono complessi ma gestibili, sono quelli politici che destano le maggiori preoccupazioni.

In questa situazione l'Europa potrebbe (e dovrebbe) svolgere un ruolo importante; purtroppo essa ha un peso molto ridotto come soggetto politico autonomo.

* Presidente Nens, già viceministro dell'Economia nel Governo Prodi

GLOBALIZZAZIONE

La leadership di Washington legata alle prospettive del dollaro e al voto di novembre
Gli assetti tradizionali cambiati dai Paesi emergenti

PROBLEMI APERTI

Mercati più regolamentati e sorveglianza sui movimenti di capitale: scelte da riconsiderare
Questione cinese tra inflazione e rivalutazione dello yuan