

Il debito mai così alto nel mondo salgono i tassi, paura per il big bang

TANTI ANNI DI POLITICA MONETARIA FAVOREVOLE HANNO PORTATO L'ESPOSIZIONE PUBBLICA E PRIVATA FINO A 237 TRILIONI DI DOLLARI: MA ORA LE BANCHE CENTRALI AVVIANO LA "NORMALIZZAZIONE"

Eugenio Occorsio

Il mondo vive sovrastato da una montagna di debiti. Dei governi, delle famiglie, delle imprese, di banche e assicurazioni: 237 trilioni (migliaia di miliardi) di dollari secondo l'Institute of International Finance di Washington, pari al 318% del Pil mondiale (dal 278 del 2007). Un po' meno, 164 trilioni per il Fondo Monetario Internazionale, "appena" il 245% del Pil. Cifre da record, che quasi non si riesce a immaginare, cresciute a dismisura in questi anni di bassissimo costo del denaro a livello planetario, ma esposte ora al contrappasso dei rialzi dei tassi avviati dalla Fed che nel corso del 2019 interesseranno tutto il mondo. E per l'Italia del debito pubblico al 132% una minaccia in più: la stretta sulla *governance* dell'euro imposta da Francia e Germania.

segue a pagina 2

Il mondo sotto una montagna di debiti con il rialzo dei tassi è allarme big bang

NEGLI ANNI DEGLI INTERESSI ZERO HANNO RAGGIUNTO SECONDO L'INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE DI WASHINGTON, IL LIVELLO SENZA PRECEDENTI DI 237 TRILIONI DI DOLLARI FRA OBBLIGAZIONI PUBBLICHE E PRIVATE: SARÀ TRAUMATICA LA "NORMALIZZAZIONE" AVVIATA DA FED E BCE

Eugenio Occorsio

segue dalla prima

L'insidia è sottile per il nostro Paese, che già sconta il rialzo pur contenuto ma ormai strutturale dello *spread* risalente alle polemiche pre-governo gialloverde (che ci costerà 1,4 miliardi nel 2018 e 4 nel 2019 salvo peggioramenti): in coincidenza con la fine del Qe, il duo Merkel-Macron sta sponsorizzando la creazione di un Fondo monetario europeo al posto del vecchio Esm, che se da un lato garantirebbe un paracadute in casi estremi dall'altro accentua le differenze di *risk premium* fra Paesi core e periferici perché presuppone una condizionalità a qualsiasi intervento e comunque incalza sui controlli a carico del Sud. Insomma, diventiamo una volta di più sorvegliati speciali quale onere del maxi-debito pubblico: «Però bisogna una volta per tutte considerare che in Italia c'è un livello che continua ad essere elevato di risparmio privato che funziona da cuscinetto e ci protegge da contraccolpi violenti in caso di trauma», obietta Cesare Im-

briani, economista della Sapienza di Roma. «E se andiamo a fare i conti, fra debito pubblico e privato in Italia si arriva al 350% del Pil, in Francia al 400». In effetti è proprio la combinazione pubblico-privato a tenere accesa la miccia del debito globale. La differenza di valutazione dio cui si parlava all'inizio fra Fmi e Iif, un'istituzione con sede anch'essa a Washington che riunisce 450 istituzioni finanziarie di 70 Paesi, ce la spiega Hung Tran, direttore esecutivo dello stesso Iif: «Il Fmi non considera i debiti delle istituzioni finanziarie, perché dice che indebitarsi è il loro lavoro al contrario di famiglie, Stati e imprese che si indebitano per consumare e produrre beni». Si legge viceversa nell'ultimo Fiscal Monitor del Fmi: «Il fenomeno economico di maggior interesse sono le necessità finanziarie dell'economia legate al fabbisogno dell'economia reale». Non andrebbero considerati insomma i debiti delle istituzioni finanziarie, la cui attività tipica è appunto creare attività e passività finanziarie non necessariamente legate a bisogni dell'economia reale bensì a motivi tecnici di funzionamento del sistema.

Cifre monstre

In ogni caso, stiamo parlando di cifre talmente *monstre* che gli economisti non smettono di lanciare allarmi: anche guardando alle sole cifre del Fmi, la crescita è di 70mila miliardi nei dieci anni dalla crisi finanziaria, 50 punti percentuali secchi. Tanto che

si parla di *debt supercycle*, come quello delle *commodities* che quadruplicò il valore di soya, mais, rame, negli anni fra il 2010 e il 2015: dopodiché, inevitabile, il crollo. Ora, anche se questa montagna di debiti non crollerà dall'oggi al domani travolgendo il pianeta stile Vajont, il cammino di aumento dei tassi è avviato: «Ormai quelli della Fed sono nel *range* 1,75-2%», puntualizza Olivier De Berranger, chief investment officer della banca d'investimenti francese La Financière de l'Echiquier. «E il rialzo va più veloce del previsto: a marzo infatti si ipotizzavano i Fed Fund al 2,1% a fine 2018 a seguito di tre rialzi complessivi nel corso dell'anno, invece ora sono dati al 2,4% con la previsione di un rialzo aggiuntivo dei tassi di riferimento. I membri del Fomc (l'organismo decisionale della Fed, ndr) mantengono altresì l'ipotesi di tre aumenti nel 2019». Più *soft* la linea del *tapering* di Bce, Bank of England e Bank of Japan ma il 2019 non finirà senza che si sia avviato an-

che qui il rialzo. E presso gli economisti cresce l'inquietudine.

Comportamenti sbagliati

Il pericolo è che questi rialzi

colgano impreparati i debitori e si traducano per loro in condizioni intollerabili. «Quello che colpisce è che ad ogni periodo di *boom*, in questo caso dei debiti, segue un momento di *deleveraging* che invece non è ancora cominciato», riprende Tran. «In linea con le cifre di indebitamento attuali, i governi centrali nell'area Ocse prenderanno in prestito a fine 2018 altri 10,5 trilioni di dollari, più o meno come nel 2017», ha confermato Angel Gurría, che dell'Ocse è segretario generale, presentando pochi giorni fa il "Sovereign borrowing outlook 2018" per l'anno in corso. «Considerando la composizione degli interessi, il totale del debito degli stessi Paesi salirà a 45 miliardi contro i 43,6 di fine 2017». A tutto questo va aggiunto un ulteriore fattore di rischio: «I rialzi dei tassi americani stanno comportando un'impennata del dollaro, il che ha a sua volta effetti devastanti sulle economie emergenti che in valuta Usa sono indebitate», avverte Peter Bodin, ceo della Grant Thornton, società di consulenza internazionale con 50mila professionisti in ogni angolo del pianeta. «Si romperà così una situazione di equilibrio che in questi anni aveva portato una lunga serie di Paesi a intraprendere confortanti percorsi di crescita». Ora i mercati emergenti, Cina in testa, il cui sviluppo è servito come mercato di sbocco utile per superare la crisi, «diventeranno viceversa una parte del problema». A proposito di Cina, va ricordato che il debito totale

(pubblico+privato) è aumentato dai 6mila miliardi del 2007 ai 36mila attuali, un incremento del 500 per cento.

Errori a catena

Ma anche nel "primo mondo" i problemi a breve non mancheranno. In questo caso il *focus* è sul debito privato: «Il governo britannico, come risposta preventiva al rallentamento della crescita che presumibilmente porterà la Brexit, ha varato il programma *Help to buy*, usato per comprare casa con soltanto il 5% di anticipo sul valore dell'immobile, che ha favorito l'indebitamento delle famiglie e appena aumenteranno i tassi rischia di portare più danni che benefici», spiega da Londra Alberto Gallo, capo delle strategie macro di Algebris. La Bank of England è prudente negli aumenti degli interessi proprio per non colpire le famiglie indebitate, problema comune a Paesi come Australia, Canada o Svizzera dove i debiti degli individui superano, dice l'agenzia di rating Dbrs, superano il 150% dei redditi. «C'è di buono - riprende Gallo - che il *quantitative easing* qui è finito molto prima che in Europa, dove la Bce ha tirato la corda in modo secondo noi eccessivo. La politica dei tassi a zero combinata con un Qe troppo prolungato (a maggio 2018 risultavano acquistati 1.990 miliardi di titoli di Stato e 400 miliardi di obbligazioni societarie e *asset-backed securities*, ndr) penalizza le banche dell'area euro, le società assicurative soprattutto per i piani pensione finanziati sul mercato monetario, e anche le imprese: il denaro troppo a buon mercato, ottenibile con emissioni obbligazionarie, tiene sul mercato aziende di grandi dimensioni decotte o a bassa produttività che non incontrano difficoltà a finanziarsi. E nel frattempo le banche non hanno incentivi a fare prestiti alle piccole e medie imprese». Tutto questo si aggiunge al fatto che, dice ancora Gallo, se non ci si affretta a normalizzare il mercato, nel senso

di riaumentare almeno un minimo i tassi a breve come sta facendo la Fed, tornando in territorio positivo dal -0,40% attuale, si resterà senza munizioni in caso di una prossima recessione. Ma l'aumento dei tassi, «in una combinazione *loose-loose*, penalizzerà tutti i debitori mondiali, che sono un'infinità».

Il fattore Trump

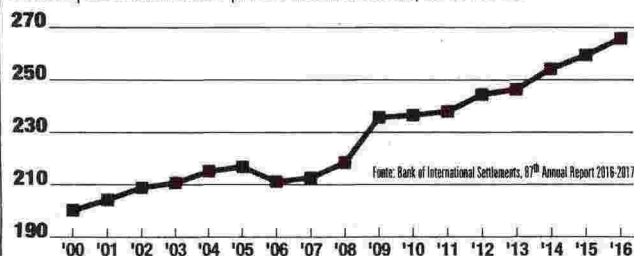
In questo ciclone mondiale annunciato non si può non tener

conto del fattore Trump. Stando ai provvedimenti già approvati in forma di legge, soprattutto quelli fiscali, ha calcolato l'economista di Harvard Martin Feldstein a fine maggio, "il governo federale deve prendere in prestito altri 800 miliardi di dollari nella seconda parte di quest'anno (una parte non indifferente delle cifre che citava all'inizio Gurria, ndr), un ammontare che raddoppierà a 1,6 trilioni nel 2028. Durante questo periodo il rapporto deficit/Pil salirà dal 4 al 5,1%, e quello debito/Pil (che era al 40% dieci anni fa) dal 78% attuale al 96% nel 2028 (più o meno dov'è l'obiettivo di portare nello stesso anno il rapporto in Italia, ndr). E se venissero approvati tutti gli altri progetti legislativi dell'amministrazione, questi due rapporti passerebbero rispettivamente al 7,1 e al 150%". Con queste ipotesi in campo, si può capire la preoccupazione degli economisti sul *debt supercycle*: è vero che gli Stati Uniti hanno una ineguagliabile capacità mondiale di finanziamento, ma inevitabilmente i tassi sui Treasury Bonds da collocare in giro per il mondo, già sotto pressione per i rialzi della Fed, saliranno vistosamente. E visto il ruolo-guida dell'America anche sotto quest'aspetto, l'intera curva mondiale dei tassi si impennerà inesorabilmente.

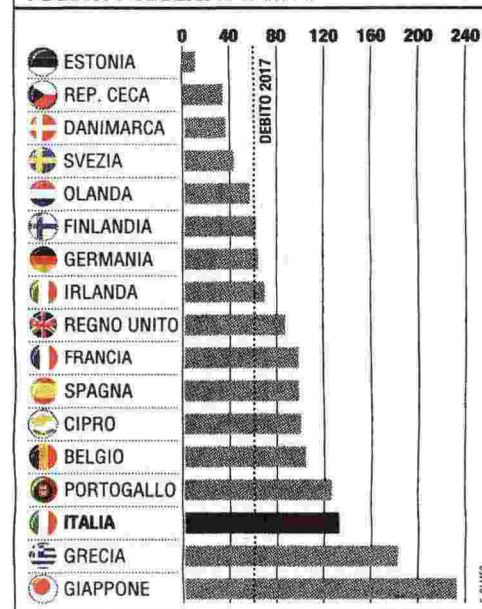
© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'ESCALATION DEL DEBITO GLOBALE

Settore pubblico e settore privato non finanziario, in % del Pil



I DEBITI PUBBLICI In % del Pil



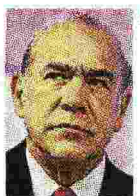
[LE OPINIONI]

Paesi emergenti pesa l'esposizione in valuta americana malgrado i tentativi di diversificazione

«Le cifre sono impressionanti, non c'è dubbio. Però occorre guardarle con raziocinio: l'importante è tener d'occhio il rapporto col Pil, e questo scenderà se si conserverà l'attuale ritmo di crescita che è del 4% su scala globale». Allen Sinai, dall'alto della sua esperienza di consulente di tre presidenti americani, della Fed, di banche d'investimento, per una volta si mostra non soverchiamente pessimista. «Il problema maggiore ci sarà per i Paesi, dall'Asia al Sudamerica, indebitati in dollari. Che il dollaro sia destinato a crescere lo dice un solo fatto: la "forchetta" tra Fed e Bce è destinata ad ampliarsi ancora dagli attuali 200 punti base fino a toccare i 300 punti base (se non addirittura i 350) nel corso dei prossimi 12-18 mesi. E la valvola di sfogo primaria di questa asincronia di politica monetaria sarà il cambio euro/dollaro, con la prosecuzione del

rialzo della valuta americana». Sulla tenuta dell'economia globale però ha dei forti dubbi Arend Kapteyn, global economist di Ubs: «Per i Paesi emergenti, in questa fase di svolta nel ciclo dei tassi e di rialzi del dollaro, la crescita probabilmente scenderà dello 0,6% su quanto previsto, e del doppio per quelli fortemente indebitati». È pur vero, ammette Kapteyn, che molti di questi Paesi «hanno fatto uno sforzo di diversificazione dei loro asset, comprando per esempio obbligazioni in dollari, mettendosi quindi al riparo da rovesci». Quanto all'Europa le insidie sono nella fine del Qe «che ha comportato secondo i nostri calcoli una maggior crescita dello 0,75% per tutti i suoi anni di durata». L'impatto sui tassi, pur permanendo le linee guida "dovish" della Bce, quindi rischia di farsi sentire.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Allen Sinai, chief economist di Decision Economics (1);
Angel Gurría, segretario generale dell'Ocse (2);
Peter Bodin, ceo di Grant Thornton (3)



Hung Tran, direttore dell'Institute of International Finance (1);
Alberto Gallo, portfolio manager e capo delle strategie macro di Algebris Investments (2);
Olivier De Berranger, chief investment officer di La Financière de l'Echiquier (3)

I CREDITI ALL'EXPORT

L'altolà della Sace "Avanti all'estero ma con giudizio"

«Il tanto auspicato décalage del debito non si è ancora messo in moto», dice **Alessandro Terzulli**, capo economista della Sace, che quindi ha azionato il segnale d'allarme presso gli esportatori. «Non è solo un problema di quantità ma di qualità del debito. Paesi considerati emergenti pur grandi come Cina, India, Brasile, Argentina, Egitto, Sudafrica, Turchia, hanno spinto sulla leva dell'indebitamento delle loro aziende per sostenere lo sviluppo. Questo se da un lato ha permesso ritmi di crescita sostenuti, dall'altro ha reso le aziende e i Paesi stessi vulnerabili al doppio rischio: rialzi dei tassi e rialzi valutari. Per questo diciamo a chi esporta: avanti, ma con giudizio, e con le tutele del caso». Non a caso, il debito degli "emergenti" è salito dal 147 al 211% del Pil in dieci anni, mentre quello degli "avanzati" è sceso dal 392 al 382%. La media globale è del 318.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



In basso, **Mario Draghi** con il vice presidente della Bce **Luis de Guindos** (primo a sinistra) al Forum di Sintra il 19 giugno. Sopra, la sede della Bce

I DEBITI NEL MONDO

Dati in miliardi di dollari

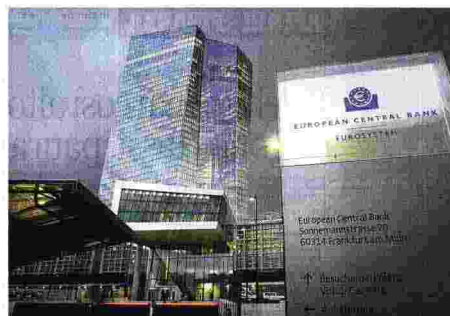
	GOVERNO	FAMIGLIE	AZIENDE	FINANZA	TOTALE PAESE
STATI UNITI	19.540	15.251	14.259	15.978	65.029
CINA	5.744	5.827	19.726	5.016	36.343
GIAPPONE	10.818	2.647	5.005	7.080	25.550
REGNO UNITO	2.941	2.381	2.334	4.911	12.568
FRANCIA	3.008	1.588	3.634	2.236	10.465
GERMANIA	2.701	2.066	2.117	2.508	9.392
ITALIA	3.031*	845	1.473	1.302	6.651
CANADA	1.308	1.767	1.987	1.339	6.401

(*) pari a 2300 miliardi di euro al cambio del 31/12/2017

237

TRILIONI

Il totale in dollari dei debiti mondiali pubblici e privati, comprese le istituzioni finanziarie, secondo l'Iif: pari del 300% del Pil globale



L'INCIDENZA SUL DEBITO MONDIALE

Publici più privati, in % sul totale

