

ASSOCIAZIONE DIRITTO AL FUTURO ETS-APS

OSSERVATORIO DI FINANZA INTERNAZIONALE

SCENARIO FINANZIARIO INTERNAZIONALE

RASSEGNA DEI PRINCIPALI FATTI DEL PRIMO TRIMESTRE E LA CRESCITA
DEL DEBITO MONDIALE

di Alessandro Samorì

NUMERO 2 – MARZO 2019

© Associazione Diritto al Futuro ETS-APS, 2019
Via Mantova 19, 10153 Torino - Italia

Siti internet

<http://www.dirittofuturo.org>

<http://www.dirittoalfuturo.eu>

<http://www.righttothefuture.org>

Indirizzo di posta elettronica:

info@dirittofuturo.org

Account Twitter

[@DirittoalFuturo](https://twitter.com/DirittoalFuturo)

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

SOMMARIO

Il 2018, un anno di crescita ... e di grandi preoccupazioni	5
La chiusura dell'anno finanziario 2018 e i timori degli investitori.....	5
La politica dei tassi USA	7
La normalizzazione del bilancio della Fed.....	8
I fatti economici e finanziari del primo trimestre 2019. Anno nuovo, problemi vecchi	9
La crescita del debito mondiale	13
Che cos'è la leva finanziaria?.....	13
Il debito negli USA.....	15
Il debito nell'area Euro	16
Il debito in Cina	17

Il 2018, un anno di crescita ... e di grandi preoccupazioni

La chiusura dell'anno finanziario 2018 e i timori degli investitori

La finanza mondiale ha concluso il 2018 con un "sentiment" non molto positivo. Negli ultimi 3 mesi dell'anno il mercato azionario americano è crollato del 20%, il resto del mondo ha fatto anche peggio. Il 2018 è stato l'anno peggiore degli ultimi 120 anni, infatti tutti gli asset finanziari (che fossero investimenti in azioni di paesi maturi o emergenti, obbligazioni o materie prime), hanno avuto rendimenti negativi, indifferentemente dall'area geografica. Si è salvata solo la liquidità. Quindi, chi avesse investito a inizio anno denaro su qualsiasi asset finanziario, in qualsiasi parte del mondo¹, a fine anno si sarebbe trovato con una perdita secca. Solo chi avesse lasciato i soldi sul conto corrente (ovviamente differenziando tra conti in diverse valute, dato che in Europa i rendimenti medi sono negativi), avrebbe avuto un modesto guadagno (dell'1,7% lordo).

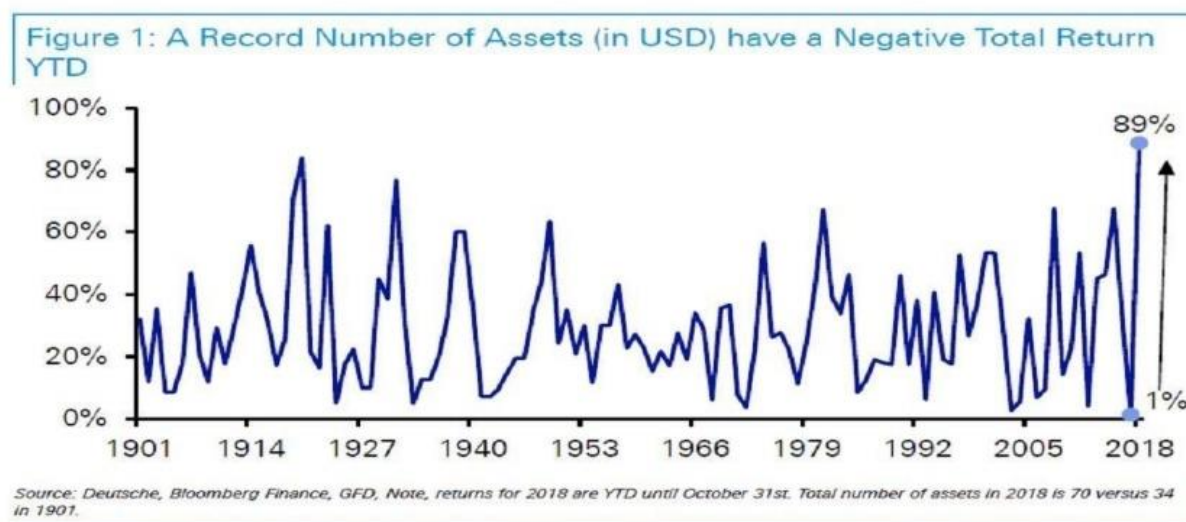


Figura 1 - Il grafico illustra la percentuale di asset finanziari che ogni anno hanno avuto un rendimento negativo dal 1901 ad oggi, il 2018 è stato l'anno peggiore di sempre

Anche l'analisi del mercato valutario mostra un anno in cui è prevalsa l'avversione al rischio². Le tre valute che maggiormente si sono rafforzate sono state quelle notoriamente considerate "rifugio" dagli investitori nel caso in cui il rischio percepito sia elevato: Yen giapponese, Franco svizzero e Dollaro americano. Nello stesso tempo le valute con performance peggiori sono state quelle percepite come più "rischiose", come il Dollaro australiano, quello Neozelandese e quello Canadese.

Tutto questo è avvenuto nonostante il 2018 sia stato un anno con una crescita dell'economia mondiale positiva e durante il quale, nello specifico, Europa, USA e Cina, hanno continuato a crescere. Quali sono le ragioni di questa apparente anomalia? Le preoccupazioni degli investitori, culminate con il crollo del mercato azionario di cui si è detto, sono state certamente alimentate dal rallentamento della crescita in Europa e in

¹ Si considera qui una media all'interno di ogni categoria di investimento: ad esempio la media degli investimenti azionari nei paesi emergenti, oppure una media di investimenti in materie prime (petrolio, metalli preziosi, ecc.)

² Uno dei modi per interpretare i mercati è quello di differenziare tra investimenti ad alto e a basso rischio. Su questi ultimi gli investitori ripiegano quando percepiscono incertezza o anticipano un peggioramento dello scenario economico considerato probabile. Il "bene rifugio" a basso rischio per eccellenza è la liquidità depositata in banca o su titoli obbligazionari a breve scadenza. Sono invece considerate altamente rischiose (perché fortemente esposte al ciclo economico) le azioni e le materie prime. Tra le valute, quelle considerate meno rischiose sono quelle emesse da stati la cui economia è considerata più stabile e meno esposta alle oscillazioni del ciclo economico: Franco svizzero, Yen giapponese e dollaro americano. Sul fronte opposto (quello del rischio) troviamo le valute dei paesi emergenti e quelle dei paesi legati alle materie prime (Australia, Nuova Zelanda e Canada).

Cina. Negli Stati Uniti invece, sebbene la crescita sia stata ancora solida, hanno destato preoccupazione alcuni dati “anticipatori”, come il calo della fiducia delle imprese e l’inversione della curva dei tassi di interesse (i tassi di breve periodo tendono a diventare uguali a quelli di lungo periodo, come i decennali, questo evidenzia una minore propensione all’investimento da parte delle aziende e quindi una possibile prossima recessione). A questo si devono aggiungere sia il fatto che la crescita dell’economia americana è al nono anno consecutivo (il secondo ciclo più lungo di sempre), sia le crescenti tensioni tra Cina e USA, culminate con l’imposizione da parte degli USA di una politica protezionistica di dazi, che mettono ulteriormente a rischio il futuro dell’economia mondiale.

Year of the Yen

Japanese currency is only winner among Group-of-10 currencies versus dollar

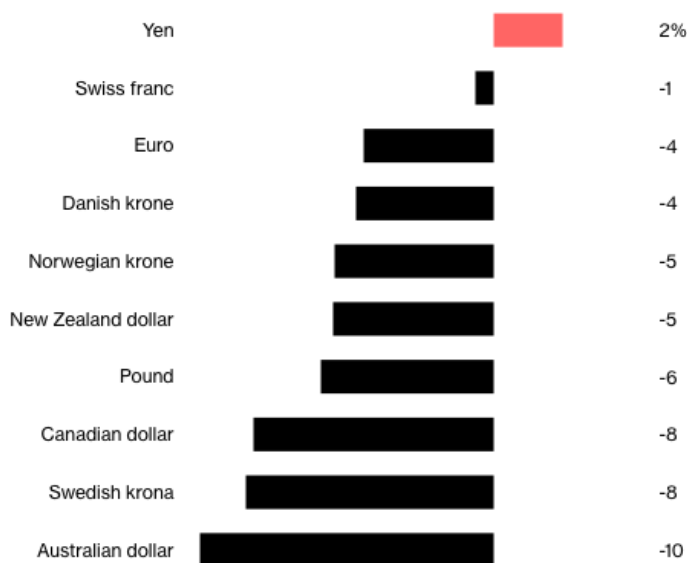


Figura 2 - Il grafico illustra l’apprezzamento o deprezzamento delle principali valute rispetto al dollaro americano

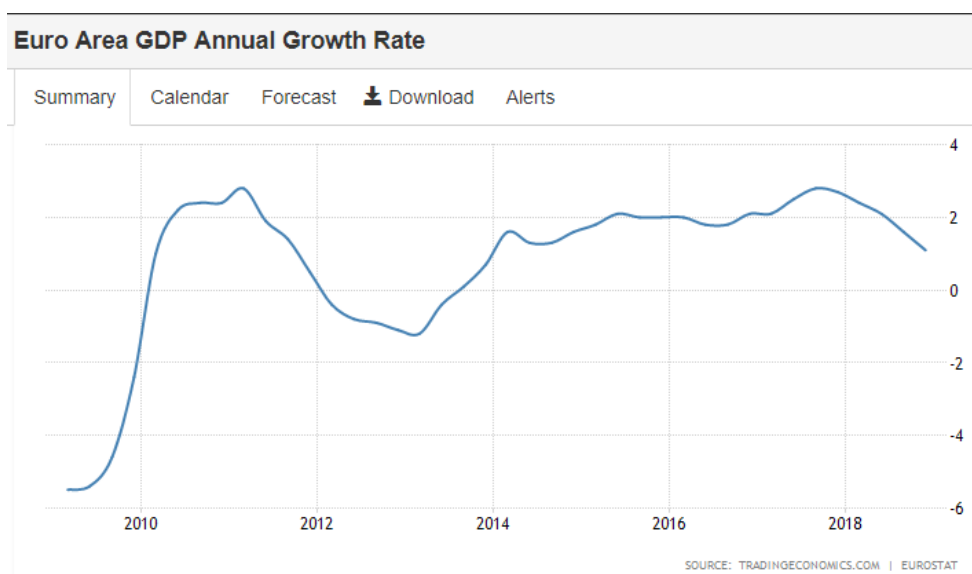


Figura 3 - Crescita percentuale annua del PIL della zona Euro (si noti il recente rallentamento intervenuto nel 2018)

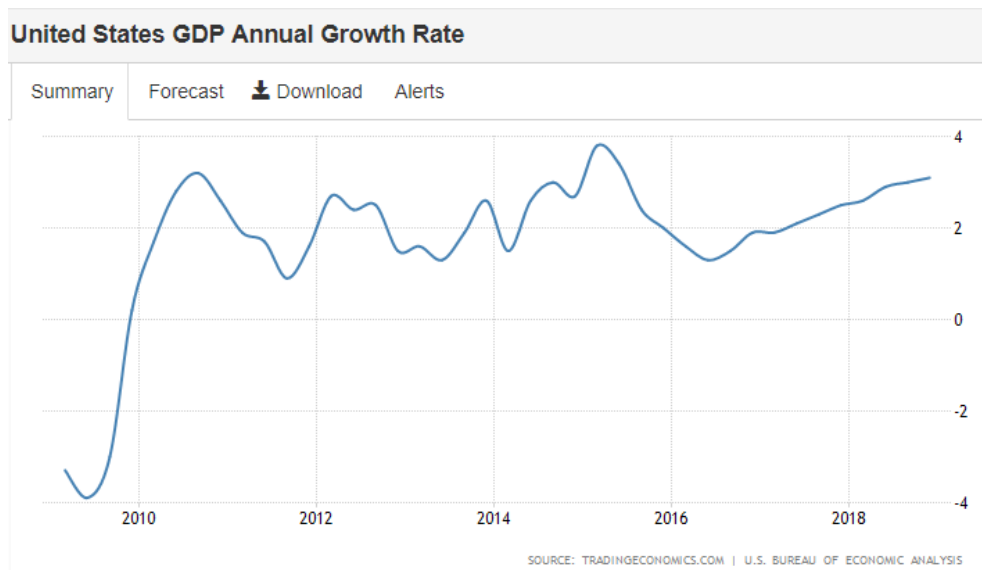


Figura 4 - Crescita percentuale annua del PIL in USA

Ultima, ma non meno importante, la preoccupazione di fondo sugli ulteriori possibili rialzi dei tassi di interesse americani e più in generale della “stretta monetaria” della Federal Reserve. Si può anzi affermare che la “tempesta” avvenuta tra ottobre e dicembre (che molti hanno temuto potesse essere nuovamente l’inizio di una crisi finanziaria) è avvenuta, oltre che per i dubbi sul proseguo della crescita economica, soprattutto per i temuti effetti di una possibile doppia mossa della Fed: ulteriore aumento dei tassi di interesse nel 2019 e continuazione della stretta monetaria di riduzione del proprio bilancio, la cosiddetta “normalizzazione”.

La politica dei tassi USA

Il tasso di interesse della Fed (la Federal Reserve, la banca centrale degli Stati Uniti) è il tasso a cui la banca centrale presta denaro alle banche commerciali ed influisce sull’intero sistema del credito e di conseguenza sull’economia USA (con tassi più bassi si hanno minori costi per gli investimenti e viene quindi favorita la crescita economica). Tendendo ad abbassarli nei periodi di crisi, col crescere dell’economia l’inclinazione della banca centrale è quella di alzare i tassi: questo viene fatto per evitare che la crescita si “surriscaldi” troppo, sia in termini di indebitamento, sia in termini di inflazione³. Dopo averli portati quasi a zero dopo la crisi del 2008, dal 2015 al 2018 la Fed ha progressivamente rialzato i tassi, portandoli da 0,25 a 2,5%. L’ultimo rialzo è avvenuto nel dicembre 2018 e come vedremo questo ha portato ad alcune tensioni tra il presidente Trump e il governatore della Fed Powell, a seguito delle preoccupazioni di Trump (legate anche ad eventuali ricadute elettorali negative) per il rafforzamento del dollaro (che danneggia le importazioni americane, rischiando di peggiorare ulteriormente la bilancia commerciale) e per il crollo dei mercati azionari.

Quando i tassi di interesse crescono, la perdita di attrattività per le azioni è fisiologica, perché diventa sempre più conveniente investire in obbligazioni (governative o private), quindi i capitali si spostano progressivamente sui titoli a reddito fisso. Il fenomeno ovviamente si inasprisce se la situazione economica peggiora: un asset rischioso come le azioni viene abbandonato per spostarsi su qualcosa di più “sicuro” come sono appunto le obbligazioni (specie quelle governative).

Il lavoro delle banche centrali non è quindi semplice, perché si deve sempre trovare un equilibrio tra la

³ Le ragioni dell’inflazione sono normalmente attribuite a tre fattori: la crescita dell’offerta di moneta, la crescita dei costi delle materie prime e la crescita della domanda. È in quest’ultimo senso che la crescita economica favorisce la crescita dei prezzi: nel momento in cui l’offerta di un bene o servizio non è in grado di adeguarsi alla domanda, il prezzo del bene stesso tende a crescere per ristabilire un nuovo equilibrio.

crescita economica e il rischio di inflazione eccessiva e, non ultimo, si deve tenere in considerazione che se i tassi di interesse salgono troppo possono crescere le situazioni di insolvenza dei debitori più fragili, specie se l'economia cominciasse a scendere.

La normalizzazione del bilancio della Fed

La crescita del debito pubblico americano segue la crisi dei mutui subprime, che ha reso necessario un massiccio intervento del Tesoro per nazionalizzare, tra l'altro, alcune istituzioni finanziarie in dissesto e acquistare i loro titoli tossici. In soccorso del governo, è quindi intervenuta la Fed, che dal 2008, oltre alla politica di tassi bassi di cui si è parlato, ha avviato un massiccio acquisto di titoli di debito pubblico e privato (il cosiddetto quantitative easing). Tutto questo, se da un lato ha aiutato l'economia (con risultati peraltro apprezzabili sia sul Pil sia sull'occupazione), dall'altro ha lasciato il paese in una situazione di indebitamento pubblico in costante crescita e più che quadruplicato il bilancio della Fed.

Arriviamo dunque alla seconda leva della Fed al fine di evitare il rischio di surriscaldamento dell'economia (reinnesco dalla crescita del debito e della liquidità suddette), e quindi dell'inflazione e cioè la riduzione del proprio bilancio, ovvero all'avvio della "normalizzazione". Questo significa liberarsi⁴, progressivamente, dei titoli che si sono acquistati in precedenza in una situazione, appunto, "non normale", a seguito della crisi dei subprime, spesso paragonata, per intensità e grado di rischio, a quella del 1929.

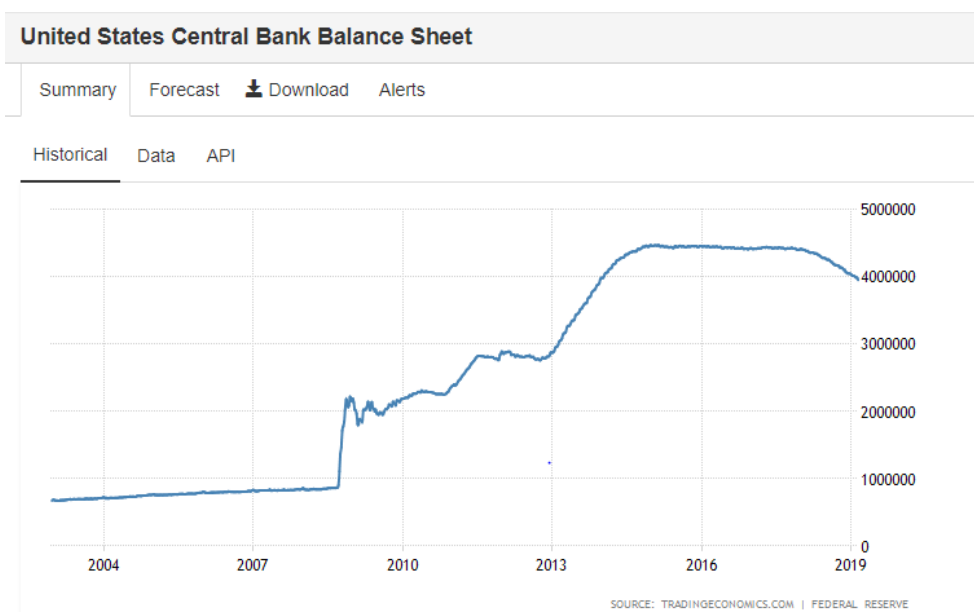


Figura 5 - Crescita del bilancio della Fed. Da notare l'inizio della "normalizzazione" dalla fine del 2017

La Fed ha acquistato tra il 2009 e il 2014 titoli di debito pubblico e privato (prevalentemente titoli di stato federali e cartolarizzazioni di mutui immobiliari⁵) innalzando il suo bilancio da 870 miliardi di dollari del 2008 ai 4430 miliardi della fine del 2014. Terminato l'acquisto di titoli, dalla fine del 2014 la Fed ha lasciato immutato il suo bilancio per i tre anni consecutivi (non acquistando più nuovi titoli, ma continuando a rinnovare quelli in scadenza) per iniziare, solo alla fine del 2017, il processo di alleggerimento del suo portafoglio, con una riduzione crescente che è partita con 10 miliardi mensili per arrivare, durante l'ultimo trimestre del 2018, a 30 miliardi mensili.

⁴ Questo processo di alleggerimento del bilancio avviene normalmente non rinnovando i titoli in scadenza.

⁵ Una cartolarizzazione non è altro che un credito rivenduto sul mercato dal suo titolare, quindi è una cessione di un credito che, in varie forme, viene immesso sul mercato e scambiato come qualsiasi altro titolo finanziario.

La cosa più preoccupante è stata, nel corso del 2018, la reazione di panico dei mercati finanziari, nonostante l'economia continuasse ad andare bene. Questo si è verificato due volte, a febbraio, con una discesa repentina durata pochi giorni, ma con una volatilità tale e inattesa da portare al fallimento di alcuni fondi pensione che operavano in derivati e, tra l'ottobre e la fine dell'anno, con una discesa meno ripida, ma costante, del 20%. In pratica è come se l'economia, ormai drogata da un debito e da una liquidità elevati, non sopportasse, o temesse eccessivamente, la riduzione del "denaro facile". D'altro canto, al momento, non pare esista la volontà politica, in nessuna parte del mondo, di affrontare il problema. Questo ci porta all'inizio del 2019, in cui lo scenario, come vedremo, parrebbe essere completamente cambiato.

I fatti economici e finanziari del primo trimestre 2019. Anno nuovo, problemi vecchi

Ogni banca centrale tiene delle riunioni periodiche del proprio board in cui viene deciso il tasso di interesse per il periodo successivo. In queste occasioni, insieme alle decisioni sui tassi, vengono comunicate le opinioni dei membri della banca centrale riguardo l'andamento dell'economia e le intenzioni della banca stessa riguardo la futura politica dei tassi. In Europa la BCE ha ufficializzato questa prassi con la cosiddetta "forward guidance", in cui il board della banca fornisce indicazioni precise sulle sue prossime intenzioni riguardo i tassi (ad esempio, prima della riunione di marzo, che ha modificato questa indicazione, la forward guidance della BCE dichiarava che i tassi non sarebbero cresciuti sino al settembre 2019).

Tali indicazioni, insieme alla lettura dei verbali della riunione del board della banca e alle diverse dichiarazioni che i suoi membri possono fare in occasioni più o meno ufficiali, forniscono indicazioni (anche se non sempre esplicite) su quando gli investitori si possono attendere variazioni della politica dei tassi (al ribasso o al rialzo). Anche su queste basi, negli ultimi mesi del 2018 il consenso degli analisti indicava, per il 2019, la possibilità di tre rialzi dei tassi di interesse, che avrebbero portato il tasso USA al 3,25%, rispetto al 2,5% attuale.



Figura 6 - Andamento dell'indice S&P 500 che racchiude i 500 principali titoli azionari USA

Nota: si osservi il crollo del mercato a fine 2018 (a fronte delle crescenti preoccupazioni sul rialzo dei tassi di interesse e la normalizzazione della politica di bilancio della Fed) e la repentina risalita da gennaio 2019 a fronte delle "rassicurazioni" della Fed circa il fatto che il rialzo dei tassi e la "normalizzazione" si sarebbero fermati.

Alcuni dati economici non positivi (in particolare legati alla fiducia ed alla attività delle imprese), ma soprattutto il crollo dei mercati azionari di cui si è detto, hanno indotto Trump, alla fine del mese di dicembre, a seguito dell'ultimo rialzo dei tassi da parte della Fed, a biasimare la politica monetaria della banca centrale e ad attaccare personalmente il governatore Powell (tanto che qualcuno arrivò ad immaginarne un suo licenziamento, per quanto ciò potesse essere dubbio in termini di legittimità giuridica).

Già con un comunicato del 4 di gennaio, poi confermato da altri interventi e soprattutto dai verbali delle due successive riunioni del board della Fed, Powell riorientava repentinamente le sue indicazioni, affermando che la situazione economica era ancora ambivalente e nulla era stato deciso sulla politica futura dei tassi. Dal verbale della riunione della Fed di febbraio era chiaro non solo che il rialzo dei tassi nel 2019 avrebbe potuto non esserci proprio ("tutto dipenderà dallo stato dell'economia"), ma anche che la politica di riduzione del bilancio della Fed (di cui si è parlato sopra) stava per terminare, nonostante il bilancio fosse ancora di 4.000 miliardi di dollari (contro gli 870 del 2008, prima che iniziasse la manovra espansiva). La reazione dei mercati azionari, a fronte dello scampato pericolo di una restrizione monetaria, è stata repentina e la borsa americana (seguita dalle altre borse mondiali) ha mostrato una risalita che in due mesi ha superato il 15% e ha quasi annullato il crollo dei mesi precedenti, giungendo a sfiorare i massimi di sempre. L'ultima riunione della Fed del 20 marzo ha confermato, in maniera definitiva, questo orientamento. I tassi saliranno, forse nel 2020, mentre la riduzione del bilancio della Fed finirà a settembre e con una discesa mensile non più di 30, ma, dal mese di maggio, di 15 miliardi, che lasceranno il bilancio della Fed, a fine settembre, sopra i 3500 miliardi.

Tutto questo a fronte di dati economici che, nel frattempo, almeno negli USA, non modificavano la visione generalmente positiva (nell'ultima riunione la Fed ha previsto una crescita del PIL nel 2019 del 2,1%), mentre l'Europa confermava un arretramento della crescita sensibile, evidenziato dai dati dei primi mesi del nuovo anno e confermato dalle previsioni della Commissione Europea, rilasciate a febbraio. Indicazioni analoghe sono arrivate da OCSE e FMI.

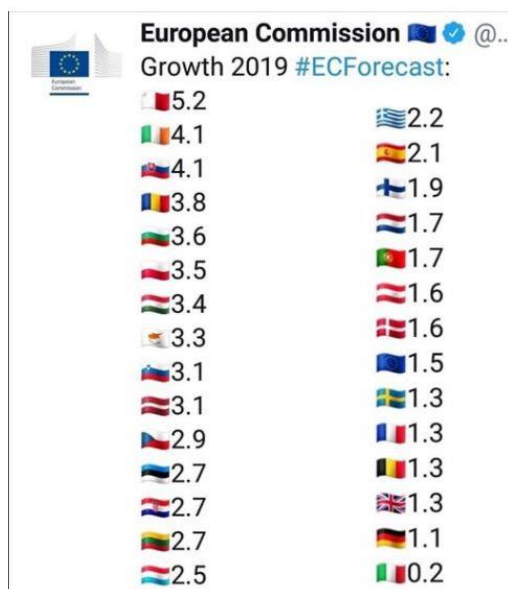


Figura 7 - Previsioni della Commissione Europea (febbraio 2019) sulla crescita percentuale del PIL dell'anno 2019

Per l'Europa il primo risultato è stato che durante la riunione della BCE tenuta il 7 marzo, un costipato e visibilmente preoccupato Mario Draghi ha modificato la forward guidance (l'indicazione sulla politica futura dei tassi), affermando che i tassi di interesse nel 2019 non saliranno (nella versione precedente era previsto di considerare un rialzo a settembre) ed ha annunciato il lancio di un nuovo programma di prestiti agevolati

alle banche (TLTRO, Targeted Long Term Refinancing Operation, ovvero piano di rifinanziamento a lungo termine) della durata di due anni.

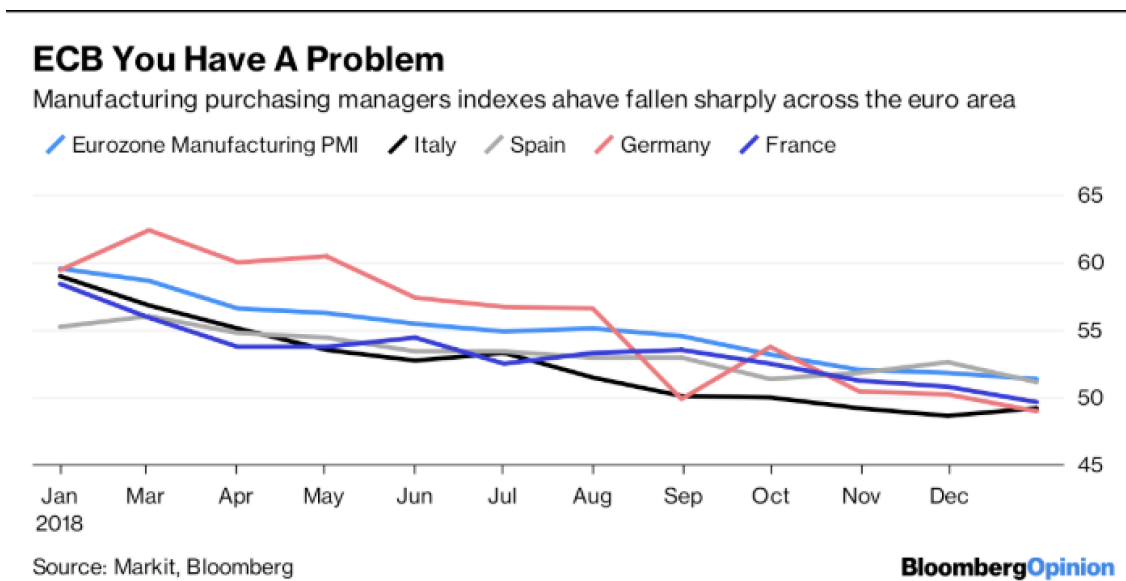


Figura 8 - Indice PMI (Purchasing Manager Index) per le principali economie europee

Nota: il PMI è l'Indice composto dell'attività manifatturiera di un Paese, il cui valore è espresso in percentuale (sopra il 50% indica una aspettativa di miglioramento, altrimenti di peggioramento della congiuntura). Il PMI è un indice prodotto da Markit Group e riflette la capacità dell'acquisizione di beni e servizi. Esso tiene conto di nuovi ordini, produzione, occupazione, consegne e scorte nel settore manifatturiero. Nel corso del 2018 l'indice, per la zona Euro, è costantemente sceso.

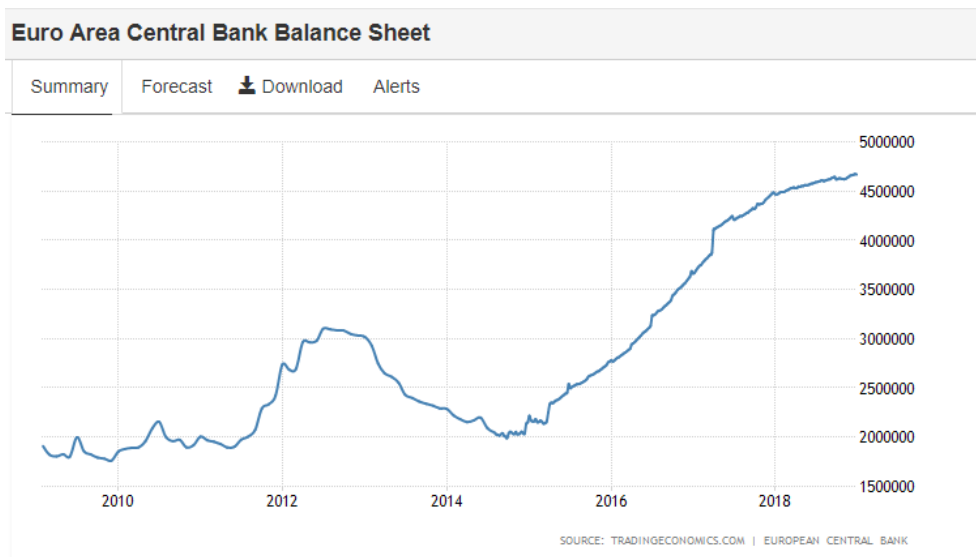


Figura 9 - Il Bilancio della BCE

Nota: il bilancio della BCE è in crescita dal 2015, a seguito dell'avvio del Quantitative Easing, programma di acquisto di titoli privati e di Stato. La fine del programma nel 2018 implica comunque, per ora, il rinnovo dei titoli in scadenza e il reinvestimento solo delle cedole, il bilancio, sino a diverse indicazioni, diventerà quindi stabile

Le misure adottate dalle Banche Centrali USA e UE, pur facendo le dovute proporzioni considerando che i risultati economici in Europa sono ben peggiori, vanno nella medesima direzione assunta dal gennaio di

quest'anno dalla Fed: "l'espansione monetaria continua, potete indebitarvi, non alzeremo i tassi di interesse".

La reazione dei mercati finanziari alla "novità" comunicata da Draghi non è stata altrettanto positiva, come fu nel caso della Fed USA. La mossa della BCE pare quasi l'ultimo "calcio al barattolo" in una situazione che a molti appare ormai insostenibile. Come si scriveva nello scorso report, il problema dell'Unione Europea è che si troverà ad affrontare una eventuale crisi economica senza la possibilità di utilizzare ulteriormente la leva monetaria, essendo i tassi di interesse ormai a zero da tempo e il suo bilancio comparabile a quello della Fed.

Sempre più diffusamente si sente parlare di "trappola della liquidità", la nota espressione keynesiana che fa riferimento ad una situazione in cui il pessimismo di consumatori e investitori da un lato, i tassi di interesse a zero dall'altro, spingono i primi a diventare insensibili ad ogni manovra monetaria espansiva, limitandosi a risparmiare (senza investire né consumare) rendendo quindi la politica monetaria stessa inutile e innescando una recessione dalla quale, secondo Keynes, l'unica via di uscita è quella dell'avvio di una politica di investimenti pubblici che possa rilanciare il ciclo economico.

Latest *World Economic Outlook* projections

The global expansion is weakening.

(percent change)

	Estimates		Projections
	2018	2019	2020
World Output	3.7	3.5	3.6
Advanced Economies	2.3	2.0	1.7
United States	2.9	2.5	1.8
Euro Area	1.8	1.6	1.7
Germany	1.5	1.3	1.6
France	1.5	1.5	1.6
Italy	1.0	0.6	0.9
Spain	2.5	2.2	1.9
Japan	0.9	1.1	0.5
United Kingdom	1.4	1.5	1.6
Canada	2.1	1.9	1.9
Other Advanced Economies	2.8	2.5	2.5
Emerging Market and Developing Economies	4.6	4.5	4.9
Commonwealth of Independent States	2.4	2.2	2.3
Russia	1.7	1.6	1.7
Excluding Russia	3.9	3.7	3.7
Emerging and Developing Asia	6.5	6.3	6.4
China	6.6	6.2	6.2
India	7.3	7.5	7.7
ASEAN-5	5.2	5.1	5.2
Emerging and Developing Europe	3.8	0.7	2.4
Latin America and the Caribbean	1.1	2.0	2.5
Brazil	1.3	2.5	2.2
Mexico	2.1	2.1	2.2
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.4	2.4	3.0
Saudi Arabia	2.3	1.8	2.1
Sub-Saharan Africa	2.9	3.5	3.6
Nigeria	1.9	2.0	2.2
South Africa	0.8	1.4	1.7
Low-Income Developing Countries	4.6	5.1	5.1

Source: IMF, *World Economic Outlook Update*, January 2019.



INTERNATIONAL
MONETARY FUND

Figura 10 - Previsioni FMI sulla crescita mondiale rilasciate nel gennaio 2019

La crescita del debito mondiale

Che cos'è la leva finanziaria?

La leva finanziaria non è altro che il livello di indebitamento di un ente, impresa o individuo rispetto al proprio reale patrimonio. La parola leva (leverage) indica bene l'uso che può essere fatto del debito. Esso permette, di acquistare beni o servizi pur non avendo il denaro a disposizione per farlo. Indebitandoci, di fatto, è come se creassimo della moneta che non abbiamo, perché creiamo attività e passività, creiamo un impegno a ripagare in futuro in cambio della possibilità di consumare (o investire) nel presente. Ma da dove possiamo prendere questa moneta se non l'abbiamo, con chi ci indebitiamo? Con le banche ovviamente.

L'esistenza della leva finanziaria spiega quindi perché, controintuitivamente, la maggior parte della liquidità esistente in un sistema non sta sotto forma di banconote, ma è nella forma di debito e credito e quindi, sotto forma di depositi bancari. Perché, in ultima istanza, sono le banche che "creano" nuova moneta attraverso il prestito di denaro che depositano sul nostro conto corrente. Nel momento in cui contraggo un debito per acquistare una casa o un'auto o anche solo per fare un acquisto con una carta di credito, è una banca che mi presta questo denaro, e se il prestito è fatto da una finanziaria questa si indebiterà in ultima istanza con una banca.

Le banche però non posseggono tutto il denaro che prestano, ma solo una quota minima (la cosiddetta riserva obbligatoria) imposta dalle regolamentazioni della banca centrale come forma di garanzia e depositata presso la banca centrale stessa. Se quindi, ad esempio, le norme impongono una riserva obbligatoria minima del 2%, questo significa che le banche possono operare con leva 50 e prestare 50 volte il denaro che hanno realmente in cassa. Per questa ragione le banche sono "creatrici" di moneta.

Il credito (e il corrispondente debito) è uno strumento essenziale del sistema economico capitalista (sebbene, come vedremo, anche sistemi che non si definiscono tali ne stiano facendo largo uso). Un'economia con debito ha più spesa e questa può crescere di più della produttività nel breve termine. Il debito crea crescita, dato che aumenta la mia spesa e la mia spesa si trasforma in reddito per qualcun altro: io guadagno 100.000 all'anno e mi posso indebitare di 10.000, ne spendo quindi 110.000, qualcun altro avrà più reddito e si potrà indebitare per 121.000 ecc., creando una catena di aumento di spesa e aumento del reddito.

Fin qui tutto bene. Quando la crescita del debito è compensata dalla crescita del reddito è gestibile, soprattutto se ci si indebita per accrescere il reddito sul medio-lungo termine (facendo investimenti) e quindi per poter ripagare il debito in futuro. Questa è la ragione per cui il debito di uno stato viene espresso in valore relativo rispetto al PIL⁶ (rapporto debito/PIL espresso in termini percentuali). Se però il debito cresce eccessivamente, e se magari il reddito smette di crescere in maniera sufficiente a compensarlo, a un certo punto i rimborsi del debito crescono più rapidamente della crescita del reddito, costringendo le famiglie, le imprese e lo stato a ridurre la spesa. Questo farà scendere i redditi e quindi i prestiti, perché gli attori economici saranno meno degni di credito. Se in contemporanea i tassi sono già a zero o molto bassi, saranno anche limitate le possibilità delle banche centrali di intervenire (a meno di non portare i tassi di interesse in negativo, cosa questa già avvenuta in Giappone e in Svizzera, che però, oltre certi limiti, tra le altre cose, danneggerebbe il sistema bancario azzerando i suoi utili). Le possibilità di recessione diventano di conseguenza molto alte. A questo è facile faccia seguito una vera e propria crisi del debito, dovuta all'insolvenza di famiglie, imprese o istituzioni pubbliche che si erano fortemente indebitate e che non riusciranno più a ripagare il loro debito a fronte di un reddito non più sufficiente. A catena questo provocherà il default (insolvenza) degli istituti finanziari con cui si erano indebitati.

⁶ Il PIL misura il valore aggregato, a prezzi di mercato, di tutti i beni e i servizi finali (cioè destinati al consumo) prodotti sul territorio di un Paese in un dato periodo di tempo (normalmente si usa come riferimento l'anno) che sono quindi una misura del reddito prodotto nel paese. Se al PIL si aggiungono i flussi di reddito da e verso il paese si ottiene il RNL (reddito nazionale lordo).

A parte gli Stati Uniti, che hanno accresciuto sensibilmente il debito pubblico, i cosiddetti paesi maturi non hanno accresciuto il loro debito complessivo rispetto al PIL negli ultimi 5 anni. Buona parte della crescita del debito appare quindi dovuta all'accresciuta esposizione dei privati nei paesi emergenti, innanzitutto in Cina. I grafici delle figure 11 e 12 mostrano l'evidenza del trend.

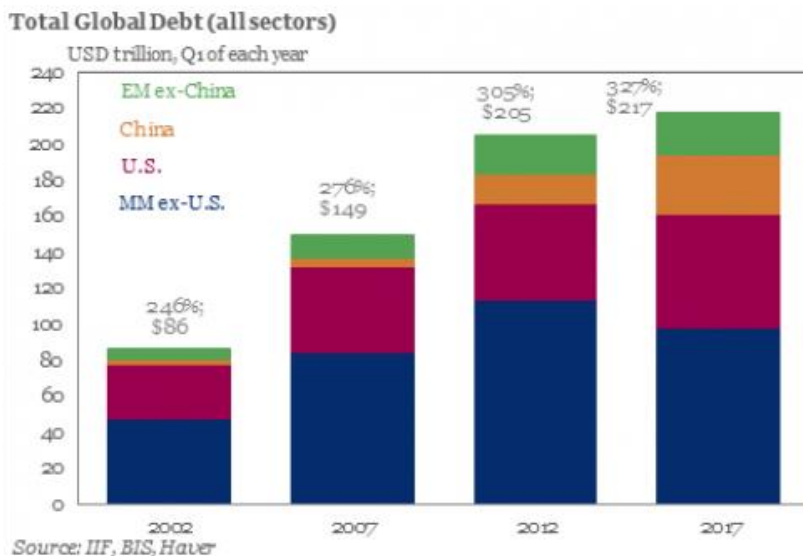
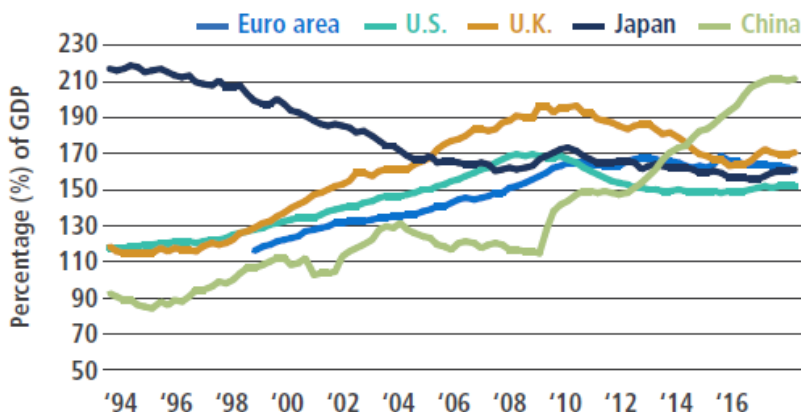


Figura 11 - Il grafico mostra la crescita del debito mondiale negli ultimi due decenni (in valore assoluto e in percentuale sul PIL).

Nota: come si può osservare, negli ultimi anni, la crescita complessiva del debito è più elevata soprattutto per gli USA e la Cina. Minore è quella dei paesi denominati nel grafico MM (Mature Markets, mercati dei paesi sviluppati) ed ancora inferiore quella dei paesi emergenti (EM, Emerging Markets, mercati dei paesi emergenti). Sono qui sommati il debito privato (famiglie e imprese) e quello pubblico

Figure 4: Private nonfinancial (household and nonfinancial corporate) debt, % GDP



Source: Bank for International Settlements (BIS) as of March 2018

Figura 12 – L'andamento del debito privato delle principali economie sviluppate e della Cina, la maggiore economia emergente

Si noti l'andamento del debito in Cina, che continua ad aumentare a differenza di quanto accade nel Regno Unito, in Giappone, negli USA e nell'area Euro, che dopo il 2009 riescono ad ottenere, in qualche caso, una significativa riduzione dell'indebitamento (USA e Regno Unito) e, a seguire, una sua stabilizzazione

Il debito negli USA

Il debito complessivo negli USA è cresciuto soprattutto nella sua componente pubblica, che tra il 2008 e il 2015 è tornata ai massimi dal secondo dopoguerra (quando le spese lievitano per i costi del conflitto). Dopo la crisi dei subprime si è invece assistito a un “deleveraging” di quello privato, che dopo una sensibile diminuzione a seguito della crisi, è sostanzialmente rimasto costante (come si vede dal grafico di figura 12). In particolare, sono scesi i mutui “subprime” di bassa qualità legati al settore immobiliare (in sostanza mutui concessi a creditori poco affidabili e con altissima probabilità di insolvenza). In altri settori di finanziamento tuttavia la tendenza alla creazione di bolle di “bad debt” (debito a elevata possibilità di insolvenza) costituisce tutt’ora un rischio. Per citare un esempio, recentemente è stato lanciato un allarme per la preoccupante crescita del debito subprime legato al settore auto (figura 13), a seguito del fatto che a febbraio di quest’anno sono risultati più di 7 milioni gli americani in ritardo nel pagare le rate del loro prestito per l’acquisto dell’auto.

Subprime Auto-Loan Balances, by Lender Type

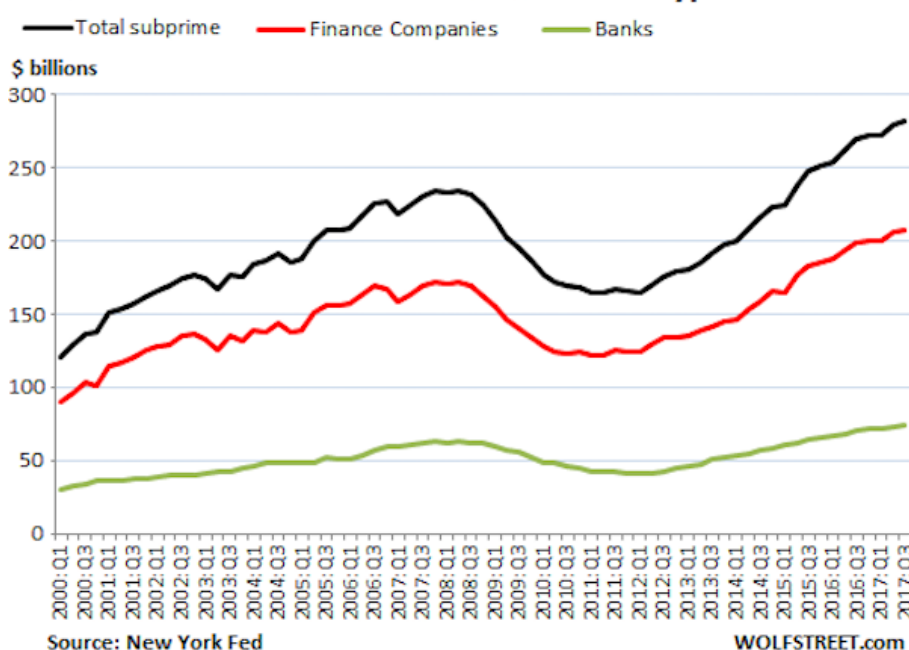


Figura 13 - L’andamento dei mutui subprime (mutui concessi a persone con alto rischio di insolvenza) nel settore auto. Si noti la diminuzione dopo la crisi del 2008 e la ripresa attuale, che ha superato i livelli pre-crisi

Non poche preoccupazioni desta la crescita del fenomeno dello shadow banking, ovvero quell’insieme di “entità o attività” legate al mercato dell’intermediazione creditizia, che si collocano al di fuori del sistema bancario tradizionale regolamentato. Attraverso questo sistema i debiti, spesso con rating creditizio non elevato, vengono rivenduti a broker che li “impacchettano” e creano delle entità rivendibili sul mercato da fondi specializzati dove spesso vengono assemblati tra loro debiti con rating differenti, che se da un lato limitano il rischio a seguito della “differenziazione” del rischio stesso, spesso rendono difficile comprendere quale tipo di rischio si stia correndo realmente nell’acquisto di titoli i cui sottostanti sono debiti di diverso genere (che possono essere anche prestiti per acquisto di auto, debiti da carte di credito etc...). Il sistema è lo stesso che era utilizzato nel periodo in cui si gonfiò la bolla dei mutui subprime. Questo meccanismo di “cartolarizzazione” (immettere sul mercato i crediti a propria disposizione) è un modo per aumentare la leva finanziaria e quindi il debito: se io sono un creditore, al fine di poter disporre di nuova liquidità, metto in vendita il mio credito e questo mi permette, da un lato di limitarne i rischi, dall’altro di disporre di nuova liquidità per effettuare altri prestiti.

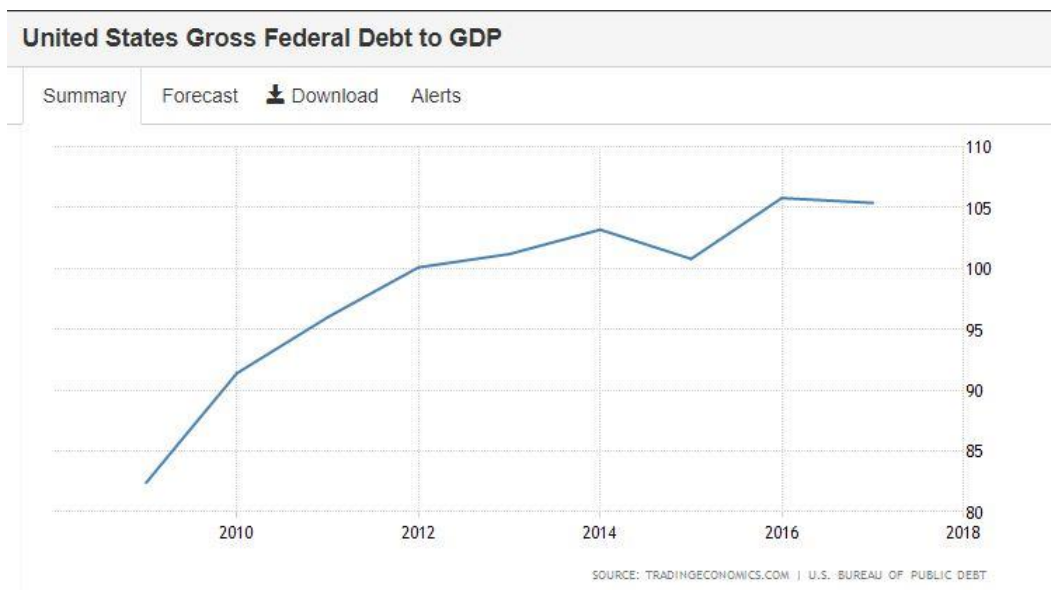


Figura 14 - Crescita del debito pubblico USA a seguito degli interventi per disinnescare la crisi dei mutui subprime

In sintesi, quindi, la crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti, se da un lato ha aumentato il debito pubblico, che è sino ad ora comunque gestibile dagli USA grazie alla forte domanda da sempre presente sui mercati internazionali dei suoi titoli di stato, ha stabilizzato il debito privato, che rispetto al picco del 2008 si è sensibilmente ridotto. Tuttavia, sono da tenere in considerazione due punti. Il primo è che una parte rilevante di questo debito si è trasferita alla Fed (4000 miliardi rispetto agli 870 del 2008). Ciò rende ogni intervento delle Fed molto delicato perché, più che in passato, le sue azioni avranno un impatto molto forte sugli equilibri finanziari del paese (il debito da essa posseduto è ora pari al 20% del PIL nazionale). Questo, e passiamo al secondo punto, è ancora più vero se si tiene conto di come stanno reagendo i mercati ad ogni tentativo di riduzione di questo debito e, per esprimersi in altri termini, di ritiro della “droga” monetaria che ha permesso di uscire dalla crisi.

In sostanza, sino a che l’economia continuerà a crescere, e se l’inflazione rimarrà sotto controllo intorno al 2%, nulla di particolarmente preoccupante dovrebbe succedere. Se però la crisi e la recessione si affacceranno, la gestione sarà molto delicata. Il punto di forza della Fed è che è riuscita in questi anni ad alzare i tassi ad un livello accettabile e questo potrà permetterle eventualmente di avere ancora un’altra arma di stimolo nel caso in cui i risultati economici dovessero peggiorare. Allo stesso tempo però, pare sino ad ora che ogni tentativo di alleggerire il suo bilancio (riducendo la liquidità del sistema⁷) rischi di provocare una crisi finanziaria ed economica non controllabile, mettendo a rischio i debitori più esposti e di conseguenza gli istituti finanziari che hanno prestato loro denaro. In questo momento, tuttavia, le preoccupazioni di Donald Trump, paiono altre, ovvero più legate alle possibili ricadute elettorali negative di un crollo dei mercati.

Il debito nell’area Euro

Il grafico di figura 15 mostra nella zona euro un debito pubblico complessivo in calo negli ultimi 5 anni. Se il dato aggregato parrebbe confortante, bisogna però tenere in considerazione la situazione specifica di alcuni paesi. Se in passato Portogallo, Spagna, Irlanda e Grecia hanno costituito il problema principale, appare

⁷ Liberandosi dei suoi asset in portafoglio (cioè non rinnovandoli quando arrivano a scadenza) infatti, la banca centrale “ritira” liquidità dal sistema nel senso che l’istituzione di cui aveva acquistato una obbligazione, ad esempio un’istituzione privata come una banca o un’azienda (nel caso di obbligazioni private) dovrà restituire alla banca centrale il denaro che la banca gli aveva prestato e dovrà trovare altrove qualcuno che acquisti il suo debito (banche o altre istituzioni private).

invece oggi più che mai attuale la preoccupazione intorno al debito italiano, che supera il 130% del PIL e che soprattutto, anche a seguito della crescita della spesa per interessi, rischia di tornare a crescere a fronte di un PIL che potrebbe tornare negativo o comunque inferiore alle previsioni del governo.

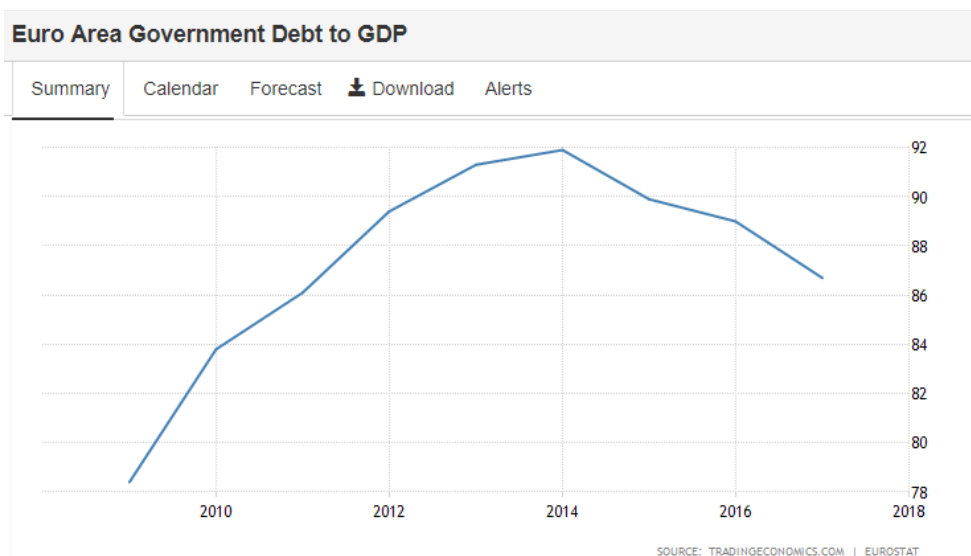


Figura 15 - Andamento del debito pubblico dei paesi UE. Come si nota, a differenza di quanto sta avvenendo in Italia, il debito complessivo è in calo

Come negli Stati Uniti, negli ultimi anni pare essersi arrestata, da circa il 2010, la crescita del debito privato. La novità è che una enorme parte di questo debito (insieme a quello pubblico) è in mano alla BCE, che sino ad ora, visto il rallentamento della crescita europea e la fragilità che caratterizza parti del sistema bancario, non appare intenzionata ad alleggerire il proprio bilancio. Al contrario a marzo ha annunciato un nuovo programma di prestiti agevolati alle banche (TLTRO) della durata di un paio d'anni, che dovrebbero aiutare gli istituti in difficoltà (questo pare l'obiettivo principale) e favorire i prestiti ai privati.

Nella realtà uno degli obiettivi che aveva motivato il QE e la politica monetaria espansiva della BCE non è stato raggiunto. Il target di inflazione del 2% è ben lontano dall'essere raggiunto (siamo ora al 1,5%). Oltre a ciò, non si capisce quale potrebbe essere il prossimo passo del successore di Mario Draghi nel caso in cui il rallentamento della crescita europea dovesse trasformarsi in recessione economica (già presente in Italia). Non essendo possibile abbassare ulteriormente i tassi di interesse, è alquanto dubbio che un eventuale ripresa dell'acquisto di titoli da parte della banca (con un ulteriore aumento del suo bilancio) possa servire a qualcosa.

La crisi dell'Europa è un tema che meriterebbe un capitolo a sé. L'unica considerazione che possiamo avanzare è che da questa analisi, risulta evidente che il ricorso al debito illimitato (e il rinvio di una sua "normalizzazione" pre-crisi 2008); sia non altro che un modo per "dare un calcio al barattolo", perché se il debito è un modo per spendere di più adesso, mettendo in conto che un domani si dovrà spendere meno, prima o poi quel "domani" dovrà arrivare e le cose saranno particolarmente complicate se la crescita economica si trasformerà in recessione.

Il debito in Cina

Nel grafico in figura 16 si evidenzia la crescita del debito cinese (pubblico e privato). Se il debito governativo appare al momento sotto controllo (il dato ufficiale lo stima intorno al 50% del PIL, un tasso di indebitamento di per sé non elevato), è necessario precisare come il debito pubblico comunicato dalle autorità cinesi non

includa quello delle aziende controllate dallo stato, il cui debito è normalmente contabilizzato nel generico “debito delle imprese”, e quello degli enti locali.

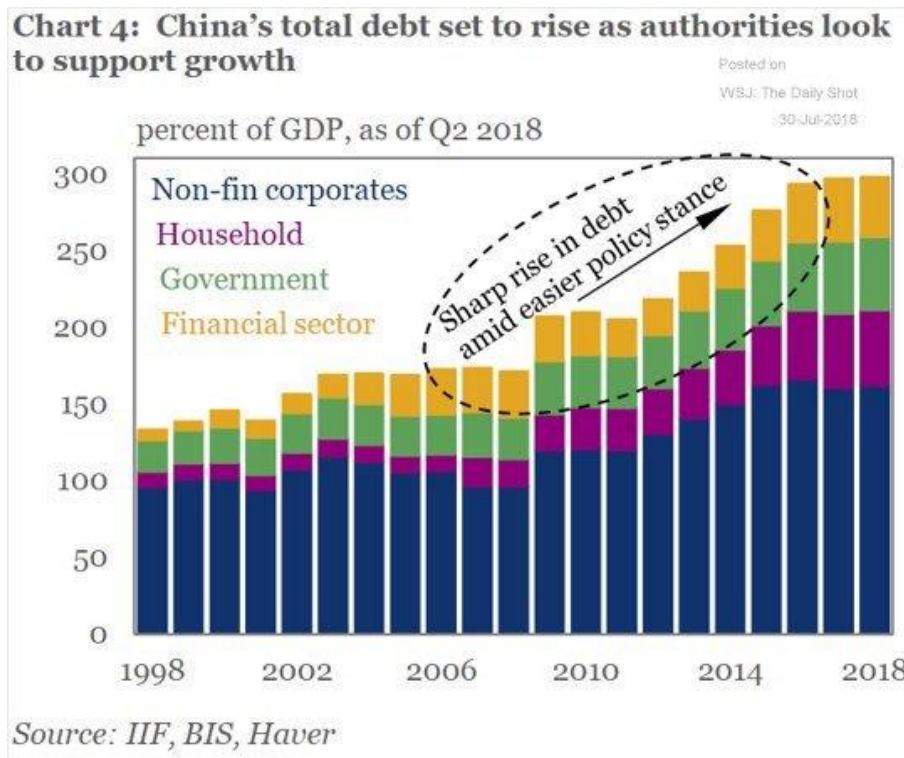


Figura 16 -Andamento del debito complessivo cinese in percentuale sul PIL: aziende non finanziarie (incluse le aziende controllate dallo Stato), famiglie, debito pubblico e settore finanziario. Da notare la crescita costante dal 2009 e l'aumento avvenuto nello stesso anno, lo stesso in cui la crescita del PIL cinese ha iniziato a dare chiari segnali di attenuazione

Il debito su cui è necessario soffermarsi con maggiore attenzione è però, come si vede dal grafico, quello privato (famiglie e imprese), che dal 2009 ha avuto una notevole accelerazione della crescita. Se in rapporto al PIL la situazione non appare così distante da quelli di altre realtà (USA e UE in primis), quello che preoccupa del debito cinese sono prevalentemente quattro aspetti.

Il primo sono i dubbi della comunità finanziaria (dubbi che non riusciremo certo a rimuovere in questa sede) sulla reale attendibilità dei dati forniti dalla Cina, che ha proprio nella trasparenza finanziaria una delle principali debolezze del suo sistema. L'affidabilità in termini di trasparenza (insieme alla stabilità della sua valuta, lo Yuan) costituisce uno degli ostacoli da superare se il paese, come sta cercando di fare, vorrà incrementare la quantità di investimenti finanziari provenienti dall'estero.

Il secondo ha a che fare con la crescita, che pur non essendo l'unico obiettivo dello Stato, rimane un fattore ancora fondamentale, sia in ottica di consenso interno, sia in relazione alle crescenti mire egemoniche. Come mostrato dal grafico di figura 17, proprio dal 2009 (anno in cui il debito privato ha iniziato a crescere con più convinzione) il PIL cinese, pur continuando a salire, ha manifestato un trend in deciso calo, sino ad arrivare a circa il 6% annuo del 2018. Come sostenuto sopra, il debito in sé non è un male, ma deve essere compensato da un'adeguata crescita economica che impedisca che il suo onere diventi eccessivo. La crescita cinese, in linea con l'ideologia a cui il paese afferma ancora di ispirarsi, viene dettata da piani stabiliti centralmente. Non è quindi il risultato di una crescita del mercato, di un output, ma di un input stabilito in ultima analisi politicamente e affidato nella sua realizzazione alle dirigenze locali. Qui veniamo dunque al terzo aspetto, che concerne non la crescita in sé, ma la qualità della stessa. Nel cercare di rispettare i piani imposti, le

municipalità fanno investimenti la cui qualità in termini di redditività potrebbe essere in via di progressivo logoramento e a lungo andare il sistema nel suo complesso ne potrebbe patire, ritrovandosi con un alto debito (dovuto agli investimenti fatti), ma con uno scarso ritorno economico, e con infrastrutture talvolta non così utili per la comunità e aziende in costante passivo, le cui perdite dovranno essere coperte dal debito pubblico (che negli ultimi anni, pur mantenendosi comunque basso, è in costante crescita).

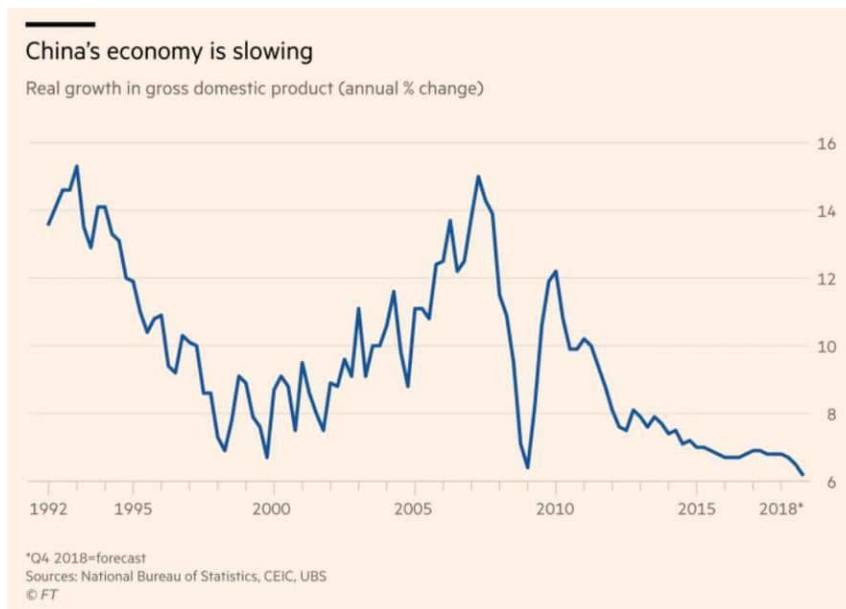


Figura 17 - Andamento del PIL in Cina dal 1992 ad oggi

L'ultima considerazione sul debito cinese mette insieme gli aspetti finanziari ed economici con lo scenario politico. Da un lato quello interno, dove il regime è consapevole di quanto il consenso ad un sistema in cui sono ancora molte le restrizioni alle libertà politiche e civili ed in generale al pluralismo della rappresentanza degli interessi, si basi su uno scambio con l'innegabile miglioramento delle condizioni di vita della popolazione. Si è trattato in alcuni casi di un'uscita dalla povertà, in altri della creazione di una benestante classe media di oltre 400 milioni di persone. Non è chiaro quale sarebbe la risposta in termini di consenso se il miracolo cinese, che dura da quasi trent'anni, dovesse interrompersi.

Sul fronte della politica estera, la crescente frizione geopolitica con gli Stati Uniti, e le ambizioni egemoniche, per lo meno nell'area indocinese, imporranno e stanno imponendo notevoli investimenti in campo militare e difficilmente vedremo nei prossimi anni una riduzione del debito pubblico. A questo si sommano le possibili difficoltà per l'export dovute ai dazi imposti dagli USA.

Che la Cina, consapevole del fatto che la sua economia non può arrestarsi, stia utilizzando la liquidità per cercare di compensare un calo della sua crescita "reale" è fuori di dubbio. Il calo repentino dell'aumento del PIL dal 2009 ad oggi (dal 12% al 6%), coincide con la crescita esponenziale del suo debito complessivo (dal 200 al 300% del PIL). Il piano B, che già da alcuni anni si sta cercando di attuare, è quello, da un lato, di attrarre capitali dall'estero e cercare di costruire fiducia nella comunità finanziaria internazionale, tra le altre cose con la stabilizzazione dello Yuan e con la creazione di una valuta parallela (lo Yuan offshore) che ha una convertibilità con altre valute (mentre non è così per la valuta ufficiale controllata dalle autorità centrali) e, dall'altro, probabilmente, in futuro, incentivando i consumi interni, mossa che dovrà per forza passare da una parziale riconversione dell'economia esportatrice del paese. Ma tutti questi sono temi che richiederebbero un capitolo a sé. Nel frattempo, le autorità governative paiono non avere alcuna intenzione di rinunciare ad un massiccio ricorso al debito e ad un crescente stimolo monetario per poter continuare a crescere. È di gennaio la notizia che la Banca Centrale ha annunciato un'ulteriore diminuzione della riserva

obbligatoria delle banche: è il quinto intervento nell'ultimo anno, non sarà l'ultimo. E la leva finanziaria continua a crescere.

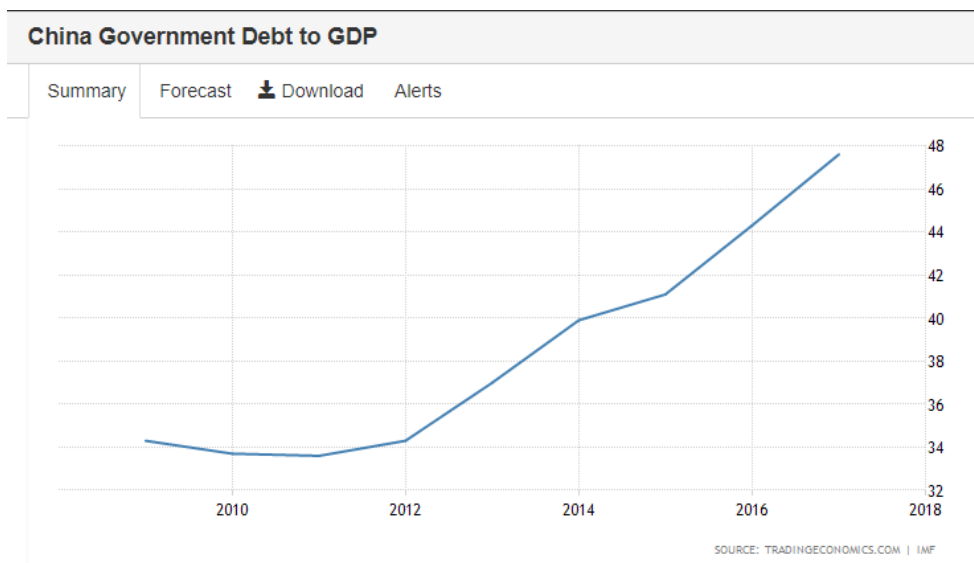


Figura 18 - Andamento del debito pubblico in percentuale sul PIL in Cina