

29 marzo 2021

Il Sole **24 ORE**

# TASSI DI INTERESSE IN RIALZO: LA BOMBA DEL DEBITO DEI PAESI EMERGENTI

di Marcello Minenna

Gli effetti negativi del rialzo rapido dei tassi di interesse negli USA iniziano a percepirsi distintamente, non solo in Europa. A fronte di uno stimolo fiscale senza precedenti che dovrebbe superare il 10% del PIL, dall'inizio dell'anno i mercati hanno spinto il tasso dei *Treasuries* a 10 anni da meno dell'1% al livello attuale di circa l'1,75%. Si tratta di un ritmo molto più rapido di quello avvenuto durante il c.d. “*Taper Tantrum*” del 2013, una crescita turbolenta delle aspettative di inflazione degli operatori che sconvolse i mercati finanziari globali.

C'è una prospettiva piuttosto concreta che, nonostante le rassicurazioni della *Federal Reserve*, la crescita dei tassi di interesse sostenuta dal *boom* dell'economia si rifletta in un aumento della forza del Dollaro sui mercati valutari. Ci sono già delle avvisaglie in tal senso: dopo 12 mesi di declino ininterrotto (-10%) il *Dollar Strength Index* che misura l'apprezzamento del biglietto verde nei confronti di un paniere internazionale, da metà febbraio ha ripreso a crescere, recuperando circa il 3%.

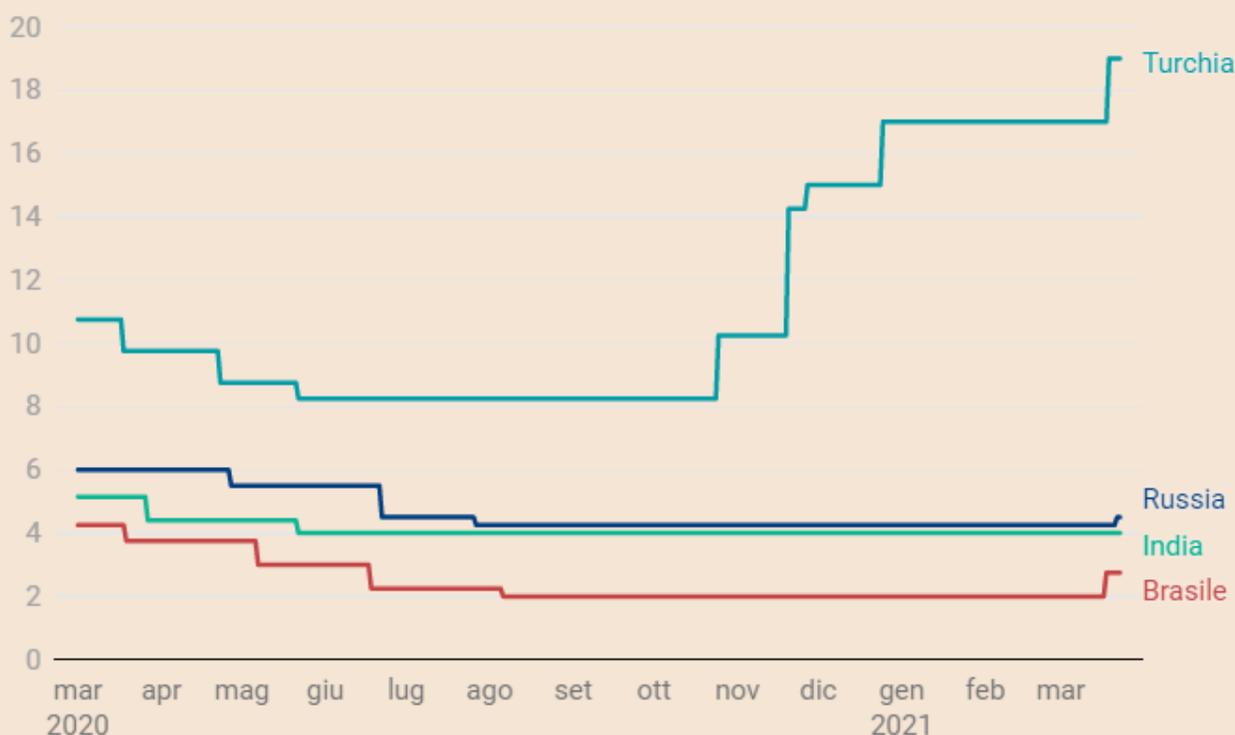
Potrebbe sembrare poca cosa, ma le principali banche centrali dei Paesi emergenti sono già dovute correre ai ripari per sostenere il tasso di cambio delle proprie valute e bloccare gli impulsi inflazionistici della svalutazione. In poco più di 2 settimane, nonostante la recessione in corso, le economie di Brasile, Russia e Turchia hanno subito un rialzo dei tassi di interesse (cfr.

Figura 1), non previsto dagli operatori. Sud Africa, Tailandia e Messico sono in procinto di fare lo stesso, mentre in Cina ed India si discute di uno *stop* accelerato alle misure di stimolo monetario. In Turchia Erdogan ha complicato il quadro licenziando il governatore della banca centrale “reo” dell’improvvisa stretta monetaria, ma la crisi di fiducia sui mercati ed il deflusso di capitali esteri paradossalmente aggraveranno la stretta piuttosto che impedirli. Insomma, le economie emergenti sono già in subbuglio nonostante i movimenti relativamente modesti dei tassi di cambio con il Dollaro.

Figura 1

## I TASSI

Tassi di interesse chiave delle banche centrali



Il punto è che rispetto ad un anno fa i Paesi emergenti sono molto più indebitati, ed il nuovo debito è in prevalenza privato e denominato in Dollari. Una miscela esplosiva che un moderato rialzo del costo di servizio del debito

può far detonare, provocando una catena di *default* nei settori *corporate* e finanziario delle grandi economie emergenti in piena recessione pandemica.

## IL DEBITO DELLE ECONOMIE EMERGENTI: UNA RADIOGRAFIA

Secondo gli ultimi dati consolidati del *think tank* dell'*Institute of International Finance* (IIF), a fine 2020 il debito globale (pubblico e privato) è salito a 281.000 miliardi di \$, circa il 355% del PIL. Il contrasto alla pandemia attraverso misure fiscali espansive è costato circa \$ 24.000 miliardi di nuovo debito. Ad una prima analisi, gran parte dello *stock* risulta ancora concentrato nelle economie avanzate (cfr. Figura 2).

Figura 2

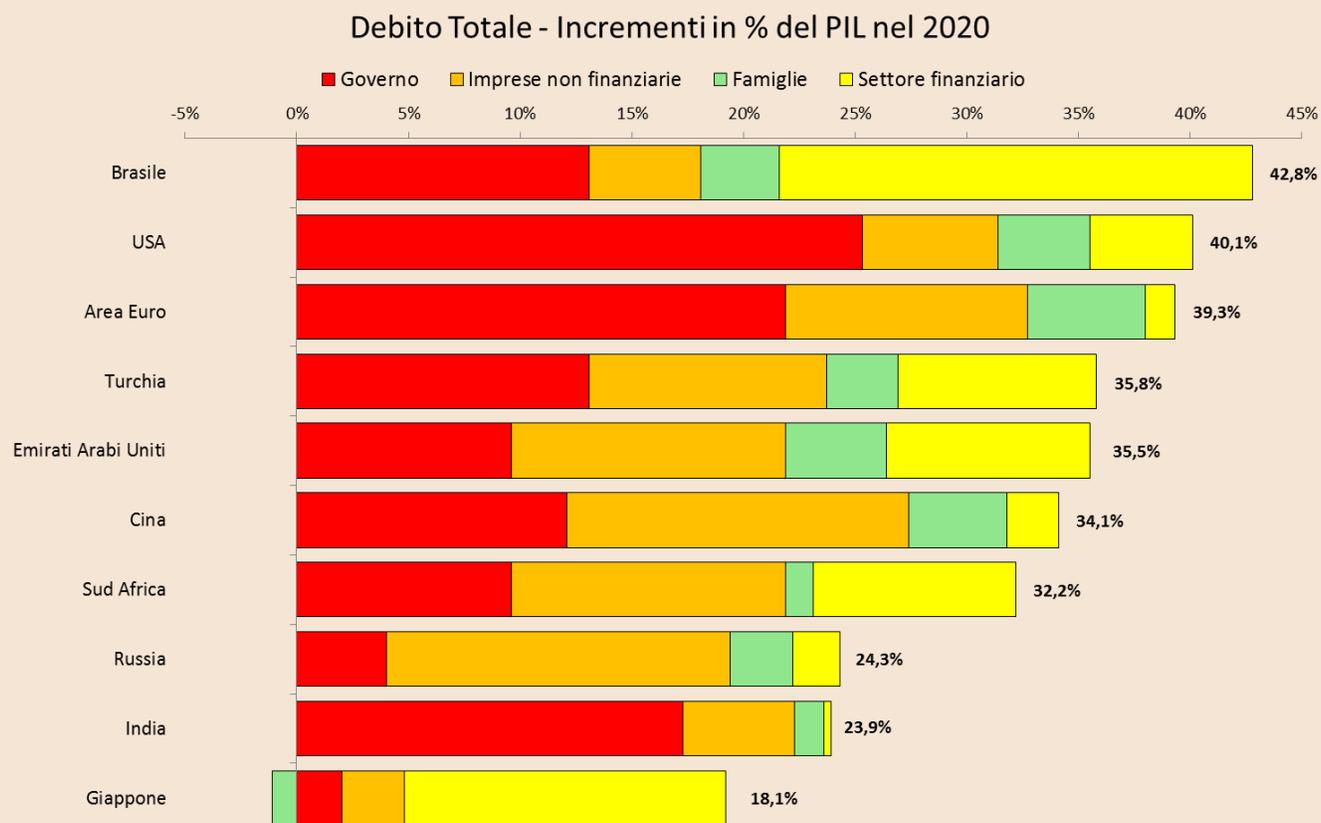


Fonte: Institute of International Finance

Il Giappone risulta saldamente al primo posto con un debito complessivo pari al 557,4% del PIL annuo ed un peso preponderante del settore governativo (227,3%), seguito a ruota da quello finanziario (169,3%) e *corporate* (104,4%). Proporzionalmente la decomposizione tra settori non varia per Area Euro ed USA, mentre si ravvisano significative differenze nella struttura del debito delle economie emergenti: in India e Brasile il debito governativo è preponderante, mentre in Cina, Russia e Turchia il debito è sostanzialmente in mani private.

Se passiamo ad analizzare gli incrementi di debito relativi al solo 2020, il quadro diventa più informativo e segnaletico dell'attuale situazione di difficoltà di diversi Paesi (cfr. Figura 3).

Figura 3



Fonte: Institute of International Finance

Emerge con un discreto colpo d'occhio un “ribaltamento” della classifica, con i Paesi emergenti che occupano i primi posti della lista a distanza ravvicinata di USA ed Europa. Infatti il Brasile risulta il Paese che ha sperimentato il maggiore incremento di debito pari al 42,8% del PIL. Significativamente, si nota come si sia ingigantita soprattutto la quota di debito del settore bancario (barre gialle, +21,3%), quasi la metà del rialzo totale.

In generale, le economie emergenti hanno visto un impegno limitato dei governi (barre rosse, ad eccezione dell'India) per via delle limitate capacità di indebitamento a costi ragionevoli sui mercati. In media i costi di rifinanziamento dei Paesi emergenti sono 3 volte quelli dei Paesi sviluppati ed il *trend* dell'ultimo decennio è stato sfavorevole. Una maggiore crescita del debito privato, incentivato dall'utilizzo massiccio di schemi di garanzia pubblica, è stata una scelta quasi obbligata.

Paradossalmente il Paese più indebitato (il Giappone) è quello che ha sperimentato l'incremento più basso, finanziato quasi esclusivamente attraverso schemi di garanzia destinati al settore bancario. Il debito delle famiglie – caso unico al mondo – si è addirittura ridotto durante la crisi pandemica.

Notoriamente il debito privato è considerato più problematico in termini di sostenibilità, perché gli operatori hanno una capacità limitata di rispondere ad improvvisi peggioramenti del costo di servizio rispetto al settore pubblico. Un governo può sempre accrescere le entrate attraverso le tasse, l'impresa privata no. La vulnerabilità cresce se il debito è denominato in valuta estera (tipicamente in Dollari) perché al rischio di variazione dei tassi di interesse si aggiunge quello dei tassi di cambio.

Il debito privato in valuta estera è dunque considerato il più rischioso in assoluto e la sua incidenza sul debito totale ci dà una misura piuttosto attendibile del rischio sopportato da un'economia. Secondo gli ultimi dati IIF (cfr. Figura 4) è la Turchia il Paese più esposto con metà del debito totale in

Dollari, seguita da Sud Africa, Brasile e Russia. Meno rilevante è il peso del debito estero in Cina ed India dove l'ampio mercato interno offre maggiori margini di manovra nel *funding* dei settori *corporate* e bancario.

Figura 4



Fonte: Institute of International Finance

In passato ci sono state tre grandi ondate di indebitamento dei Paesi emergenti: negli anni '70 soprattutto in America Latina in risposta agli *shock* petroliferi, a fine anni '90 e negli anni 2000 in Asia. In tutti e tre i casi alla fase di crescita del debito è seguita sempre una grande crisi caratterizzata da *default*, contenziosi internazionali, recessione e disoccupazione. L'onda attuale è di gran lunga la più rilevante in termini dimensionali: tra il 2010 ed il 2019 le economie emergenti hanno accumulato debito per 55.000 miliardi di \$, a cui va ad aggiungersi quello emesso in risposta alla crisi pandemica.

Se guardassimo solo al passato dunque ci sarebbe da attendersi una imminente crisi del debito nei Paesi emergenti. Tuttavia il quadro odierno è sicuramente differente e ci sono fattori che riducono – almeno temporaneamente – il rischio di un rapido deterioramento della sostenibilità del debito.

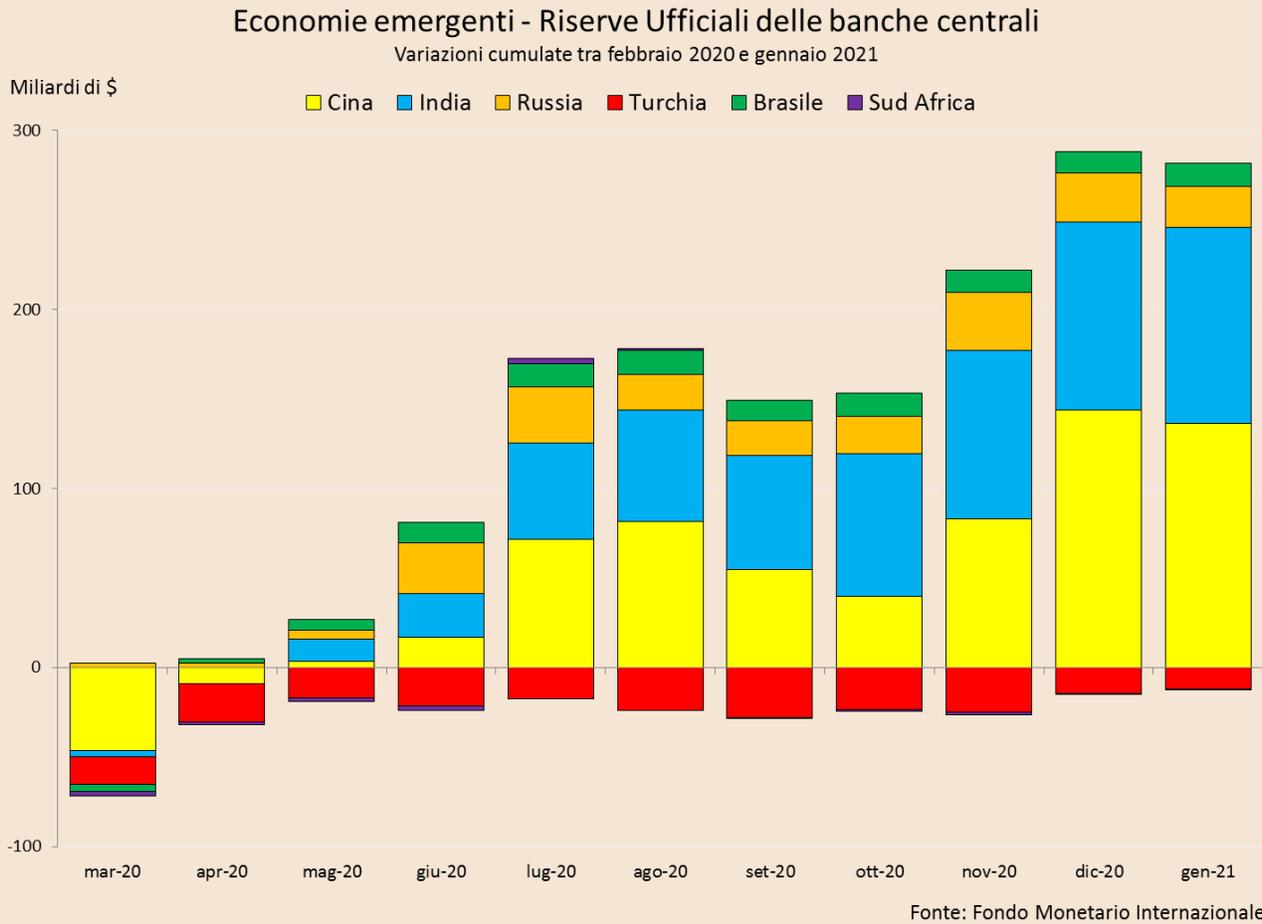
## **LE LINEE DI DIFESA DEI PAESI EMERGENTI**

Nonostante le enormi differenze tra Paesi infatti, il debito in valuta estera rappresenta in media soltanto il 10% del debito totale delle economie emergenti. Dunque non è automatico che una crisi regionale (che pare sempre più probabile in Turchia) possa estendersi a livello globale.

Inoltre ci sono strumenti che consentono di stabilizzare il tasso di cambio senza dover intervenire sul livello dei tassi di interesse domestici. Tra questi le riserve valutarie giocano un ruolo preponderante. Infatti una banca centrale può sostenere la domanda (e dunque il prezzo) della valuta domestica comprandola sui mercati *forex* in cambio delle proprie riserve di valuta pregiata (Dollari, ma anche Euro, Yen). Dopo la crisi del 1997-1998, gran parte dei Paesi emergenti ha perseguito una politica di accumulo di riserve valutarie come obiettivo strategico di lungo periodo. In alcuni casi si è rivelata una scelta lungimirante: la Cina ad esempio è riuscita ad assorbire il colpo della crisi valutaria del 2015-2016 senza conseguenze apprezzabili sull'economia attingendo 1.000 miliardi di \$ dall'enorme *stock* di riserve (4.000 miliardi di \$ al momento di picco ad inizio 2014).

Dopo una precipitosa ma breve discesa nel periodo peggiore della crisi pandemica, il *buffer* di riserve valutarie dei Paesi emergenti è tornato a crescere sostanzialmente nel 2020 (cfr. Figura 5).

Figura 5



Nel complesso i sei Paesi in analisi hanno accumulato 270 miliardi di \$ di nuove riserve, che si aggiungono al precedente *stock* di 4.940 miliardi. Le riserve sono cresciute principalmente in Cina ed India, mentre Turchia e Sud Africa hanno sperimentato un’erosione delle proprie linee di difesa, che in prospettiva appare molto allarmante. Ovviamente, più è grande lo *stock* più a lungo un Paese può sostenere il livello del tasso di cambio. Ma non si tratta di una strategia praticabile nel lungo periodo, come dimostra chiaramente il caso dell’Argentina dove oltre 150 miliardi di prestiti del Fondo Monetario Internazionale (FMI) sono stati “bruciati” senza successo in una difesa del tasso di cambio su livelli artificialmente alti, troppo per la debole economia domestica.

L'esperienza argentina e le minacce attuali hanno stimolato una nuova riforma del FMI, che mira a potenziare la propria capacità di prestito per 650 miliardi di \$ attraverso l'emissione di nuovi Diritti Speciali di Prelievo (DSP), le quote di partecipazione degli Stati membri al "capitale" del Fondo. Il progetto dovrebbe essere presentato formalmente al Consiglio entro giugno 2021.

A meno (ci auguriamo vivamente di no) di accelerazioni dettate da una sfavorevole evoluzione degli eventi.

*Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli*

*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*