

15 giugno 2020

Il Sole **24 ORE**

LO TSUNAMI DEL DEBITO GLOBALE È INIZIATO

di Marcello Minenna

Nel 2020 il debito globale salirà molto, superando i massimi attuali. Nessuno ne dubita. A fine 2019 la somma dei debiti pubblici e privati era pari al 255% del PIL globale. Ma di quanto potrebbe crescere? Fino ad oggi, sono stati pochissimi gli studi che hanno azzardato una stima degli *stock* di debito per quest'anno, soprattutto rispetto al PIL. E non c'è da sorprendersi; fino a poche settimane fa non era chiaro a qualsiasi analista quale sarebbe potuta essere l'entità massima dei danni inflitti dalla pandemia alle economie sviluppate.

Ad inizio giugno 2020 gran parte dell'economia mondiale sta tornando on-line e si è delineata nei dati l'ipotesi incoraggiante che il *nadir* dell'attività produttiva sia stato ad aprile. I dati di maggio appaiono ovunque incoraggianti e suggeriscono un avvio della ripresa leggermente migliore rispetto alle fosche previsioni di qualche settimana fa.

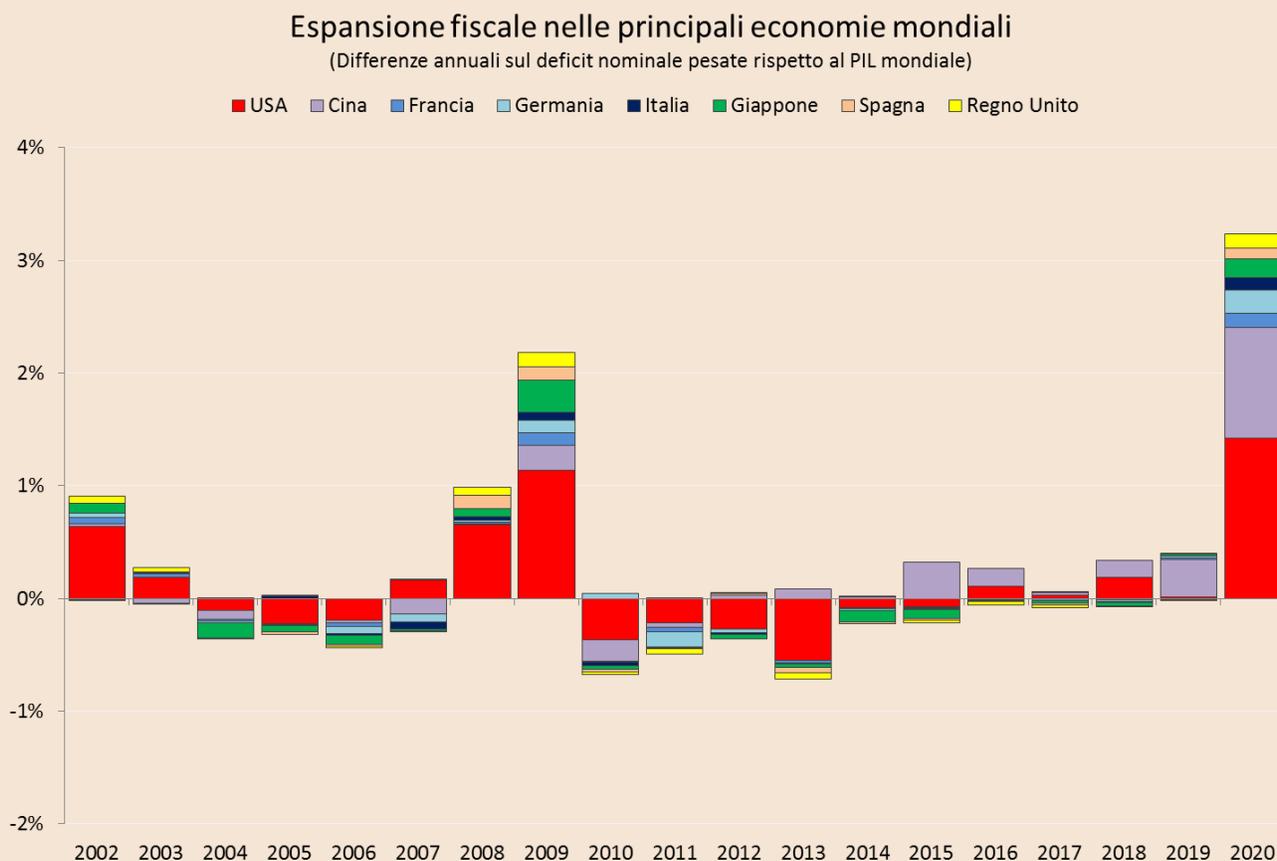
Le emissioni di debito a livello globale hanno raggiunto il record assoluto di 2.600 miliardi di \$ ad aprile 2020, sbriciolando il record precedente registrato appena il mese prima (2.100 miliardi); si tratta di un dato che è oltre il doppio rispetto alla norma storica degli ultimi 20 anni. Oltre il 50% di queste emissioni - sia a marzo che ad aprile - sono attribuibili al solo governo USA. Se si dovesse mantenere questo ritmo per i prossimi 6 mesi, supponendo un calo del PIL globale del 3%, il rapporto debito/PIL potrebbe raggiungere livelli compresi in una forchetta tra il 322% ed il 342% del PIL globale.

Ma questa è una stima brutale, che ha un basso livello di verosimiglianza. In realtà il quadro informativo su attività economica e previsioni di bilancio si sta

assestando a sufficienza per consentire, almeno per quanto riguarda il settore pubblico, un primo ragionevole tentativo di stima.

Infatti si sono delineati i piani di espansione fiscale dei Paesi OCSE per il 2020 che, salvo ulteriori interventi al rialzo, dovrebbero cubare circa il 3,25% del PIL globale. Con un discreto colpo d'occhio, la Figura 1 ci mostra su una scala confrontabile l'ammontare delle misure messe in campo dai vari governi negli ultimi mesi. Tecnicamente, si tratta della differenza annuale tra due successivi deficit di bilancio: se positiva c'è stimolo fiscale, se negativa si parla di *austerità*. Durante la crisi finanziaria internazionale del 2008-2009 gli stimoli contribuirono per il 2,2% del PIL, mentre rispetto ai livelli dello scorso anno (dove soltanto la Cina aveva varato stimoli fiscali di un certo peso) l'incremento è di circa 9 volte.

Figura 1

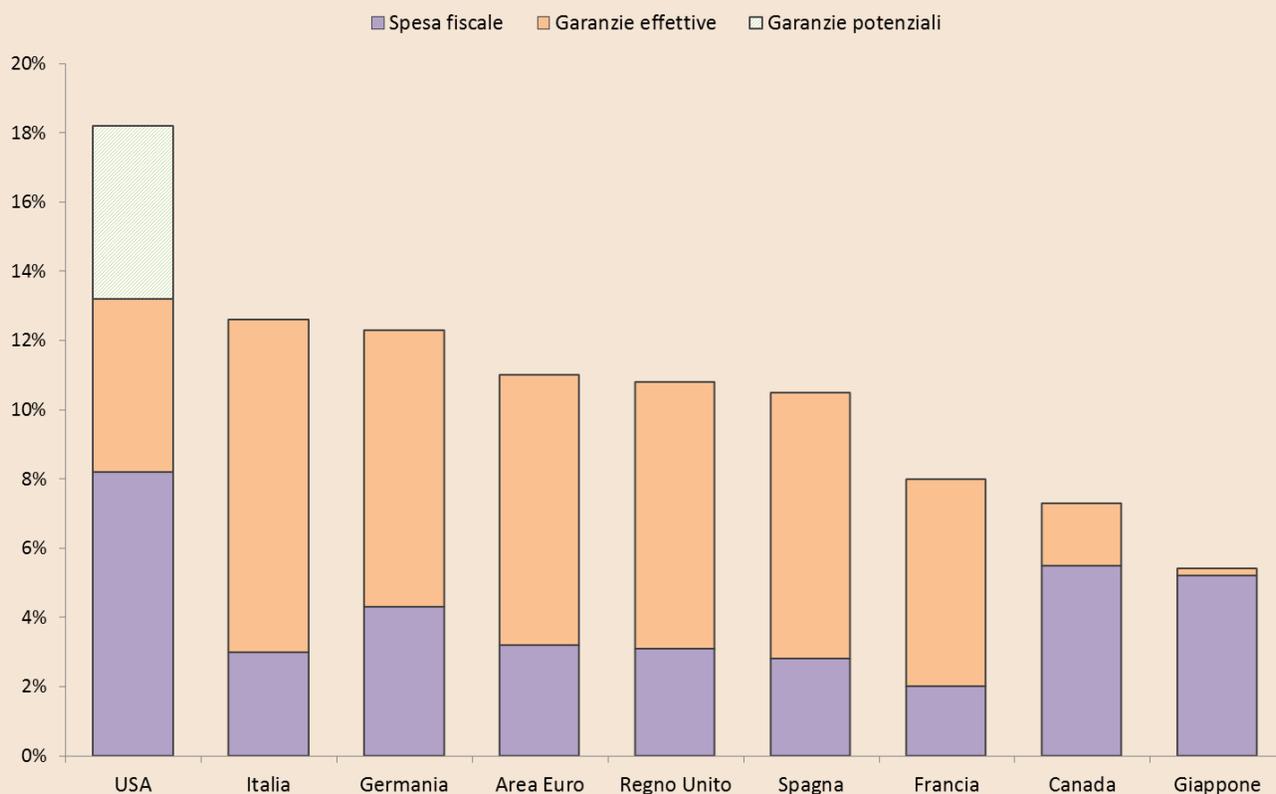


Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Il limitato impatto rispetto al valore del PIL globale (che è per definizione un numero molto elevato) non deve trarre in inganno; si tratta di misure senza precedenti nella storia economica. Le reali dimensioni sono più chiare se si riparametrano i *deficit* attesi rispetto ai PIL nazionali di riferimento (cfr. Figura 2).

Figura 2

Espansione fiscale e garanzie sui prestiti nelle principali economie mondiali
(% del PIL 2019)

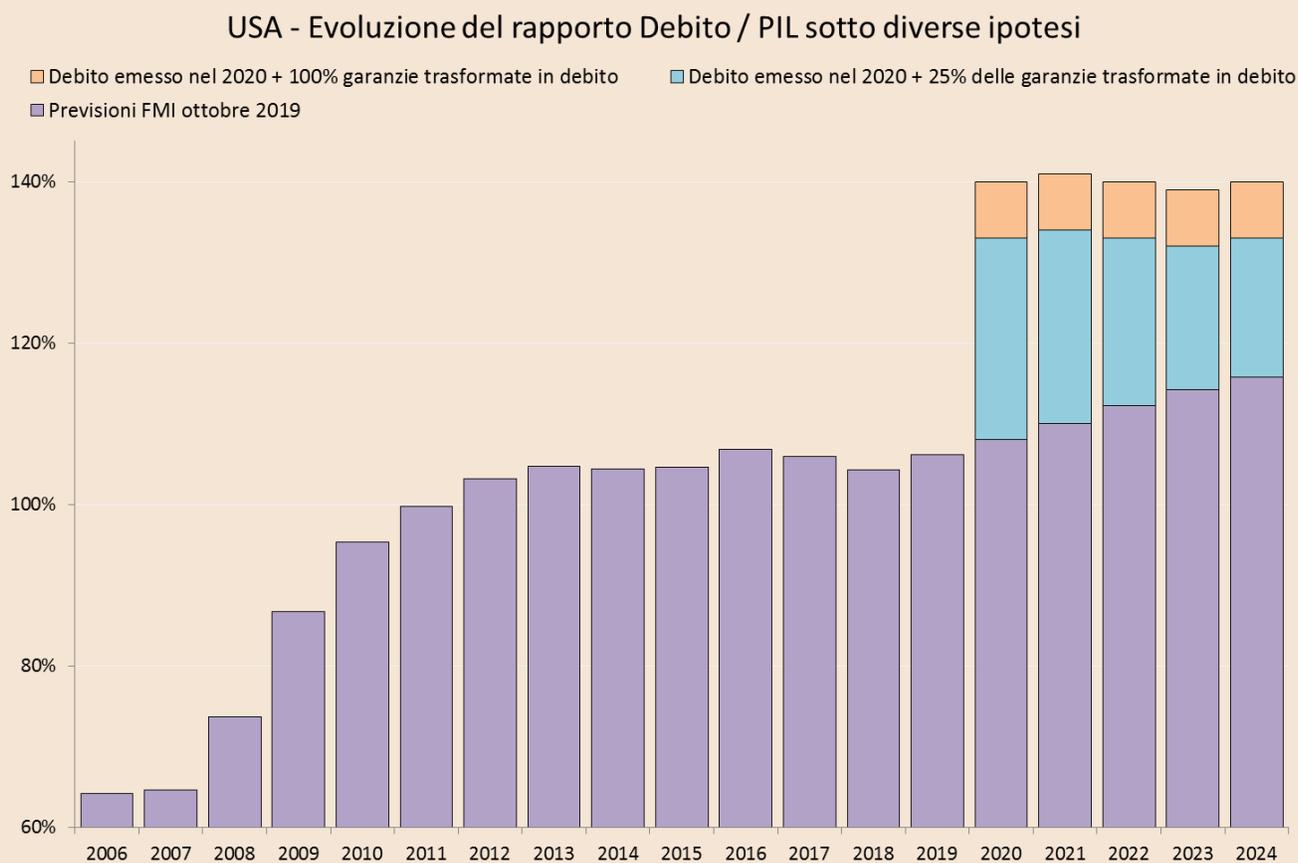


Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Dalla Figura 2 si evince come mediamente il supporto all'economia reale sia superiore al 10%, con 2/3 degli aiuti erogati in termini di garanzie. Soltanto il Giappone ha fatto un uso minimo delle garanzie, puntando esclusivamente sulla crescita del *deficit* da finanziare attraverso nuove emissioni di debito a lungo termine che plausibilmente sarà acquistato e trattenuto dalla banca centrale. Le garanzie fornite dal governo USA potrebbero facilmente raddoppiare (incluso così anche quelle potenziali) per via della flessibilità insita nel *Recovery Act* governativo, arrivando a superare il 18% del PIL.

A questo punto è evidente che qualsiasi stima aggregata della crescita del debito debba tenere conto del ruolo decisivo che avranno le garanzie governative. In questa prospettiva, si considerano nell'analisi due differenti ipotesi di lavoro: nello scenario c.d. *baseline* solo il 25% delle garanzie viene effettivamente utilizzato dagli operatori economici, mentre nello scenario estremo si considera un utilizzo al 100% in maniera tale da trasformare tutte le garanzie erogate in debito effettivo. Le Figure 3 e 4 riportano i risultati delle simulazioni per gli USA e l'area Euro in aggregato, partendo dalle stime ufficiali del Fondo Monetario Internazionale (FMI) pubblicate ad ottobre 2019, quando non era incorporato nessun impatto derivante dalla pandemia.

Figura 3



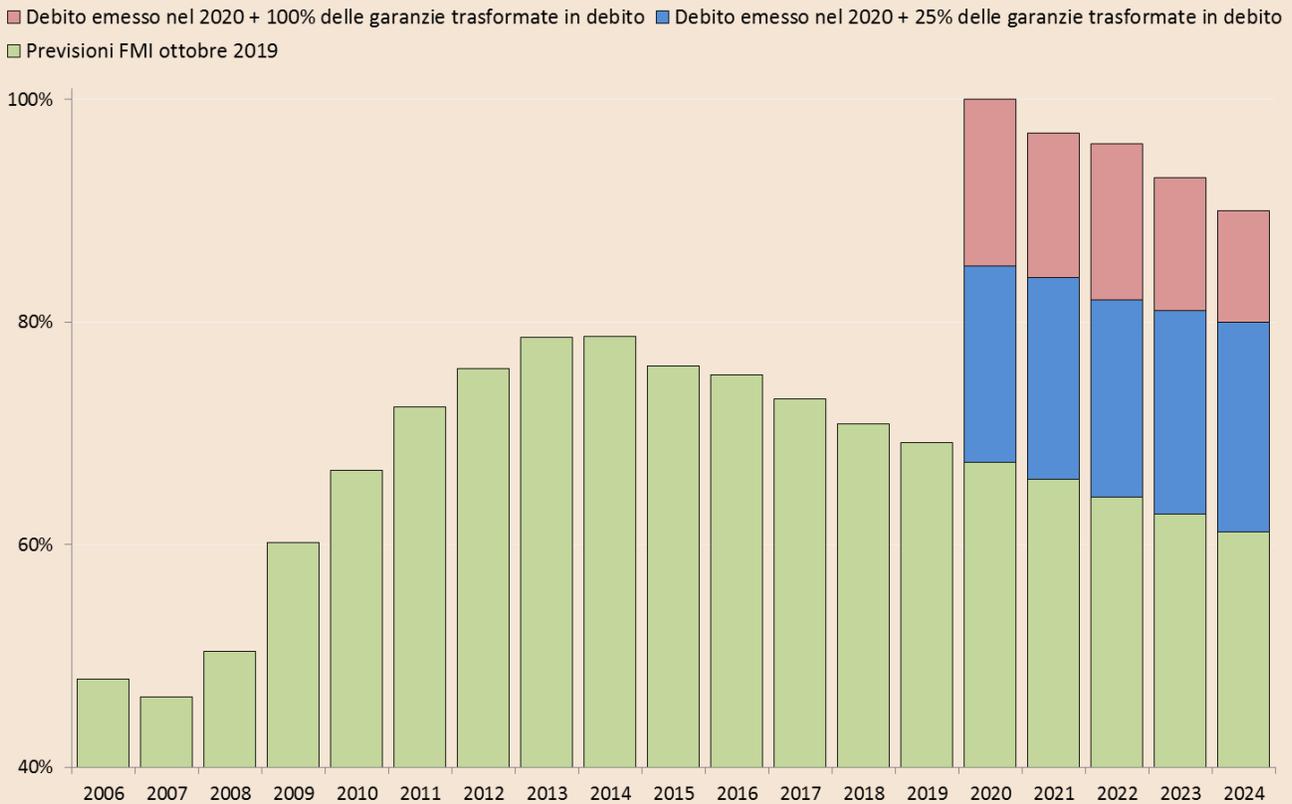
Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Sulla base dei risultati delle simulazioni, nel peggiore dei casi il debito governativo USA crescerebbe di circa 25 punti di PIL, considerato l'impatto non solo del debito emesso ma anche delle garanzie già in vigore e potenziali,

che da sole valgono 10 punti di PIL. Nell'ipotesi che queste garanzie divengano attive solo per il 25%, il debito/PIL dovrebbe assestarsi intorno al 130%. Lo scenario di base prevedeva comunque una crescita tendenziale del debito fino al 115% coerente con il piano di espansione fiscale perseguito dal Presidente Trump.

Figura 4

Area Euro - Evoluzione del rapporto Debito / PIL sotto diverse ipotesi



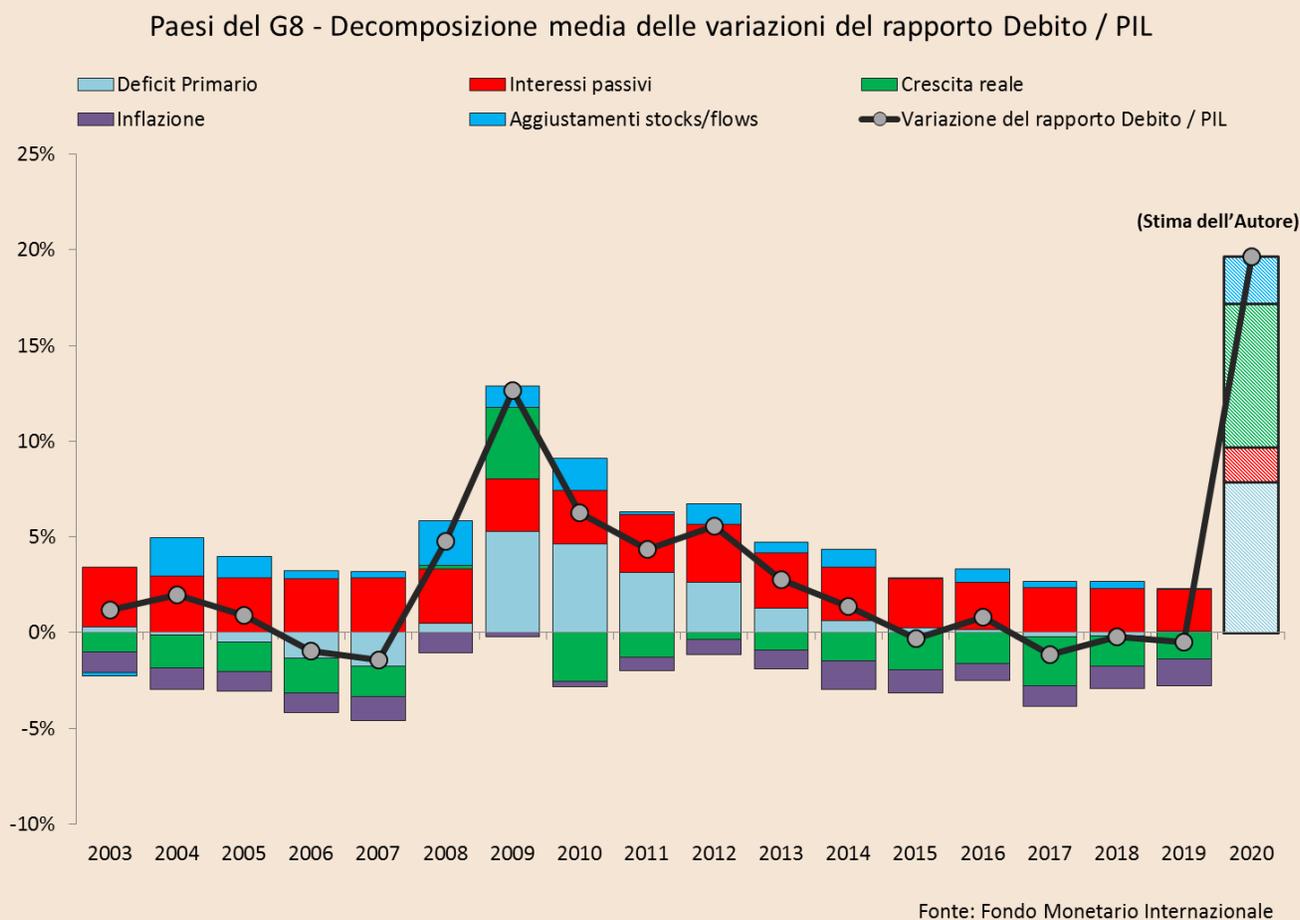
Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Per quanto riguarda l'area Euro, a fine 2020 con l'impiego della totalità delle garanzie che valgono l'11% del PIL si potrebbe raggiungere la soglia psicologica del 100% debito/PIL. Certo non è poco, visto che nel 2019 mediamente si era al 67%; nello scenario *mild* in cui solo il 25% delle garanzie venisse attivato ci si fermerebbe all'85%. Lo stimolo fiscale si innesta comunque su una situazione

di graduale riduzione del debito che negli intenti dell'Eurogruppo dovrebbe essere preservata nonostante la crisi.

La media per gli otto Paesi più industrializzati (G8) salirebbe di 19 punti di PIL interrompendo dieci anni di riduzione tendenziale; nel 2009 l'incremento fu del 12,9%. Utilizzando come base la decomposizione delle variazioni del rapporto debito/PIL del G8 nei fattori determinanti elaborata dal FMI fino al 2019, si può tentare di estendere l'analisi al 2020 (cfr. Figura 5).

Figura 5



Dalle stime, l'incremento del debito/PIL del G8 per il 2020 (+19,7%) sarebbe attribuibile per il 7,9% alla crescita dei deficit primari, per il 7,5% alla (de)crescita del PIL reale e solo per l'1,78% all'impatto degli interessi, il valore più basso registrato dal 2003. Il contributo dell'inflazione, che in genere aiuta a "sgonfiare" il rapporto debito/PIL riducendo il valore nominale del debito e

umentando il PIL nominale, sarebbe nullo (-0,02%). La forte incertezza nelle previsioni genera di rimando un elevato aggiustamento *stock*/flussi (variabile residuale), che peraltro è normale in periodi di forte variazione del debito.

Per il 2021, è certamente impossibile azzardare ipotesi. Gli scenari ipotizzati dai governi del G8 e trasmessi al FMI vedono una rapidissima riduzione dei *deficit* governativi, che in aggregato trasformerebbe l'espansione fiscale di oltre 3 punti percentuali del 2020 (cfr. ancora Figura 1) in una riduzione di quasi 2 punti nel 2021, un valore negativo senza precedenti. Questa stretta fiscale riporterebbe ad esempio il rapporto debito/PIL dell'area Euro su una traiettoria decrescente da subito, sempre se fosse supportata da una graduale ripresa del PIL. A fronte di uno scenario globale che sconta ancora un'elevata incertezza sull'evoluzione della pandemia, chi può credere a queste proiezioni di rinnovata *austerità*? Secondo l'OCSE una seconda ondata epidemica ad ottobre costerebbe all'Italia ulteriori 3 punti di PIL, facendo precipitare il risultato per il 2020 ad un incredibile -14%.

Meglio concentrarsi sulle misure di mitigazione della caduta del reddito nazionale a breve termine. Ho suggerito nelle scorse settimane diverse alternative per mettere in connessione il risparmio nazionale – che con la ripida caduta dei consumi sta inevitabilmente crescendo – con le esigenze finanziarie dello Stato nei settori industriali altamente strategici: [emissioni obbligazionarie mirate per il retail](#) e [partecipazioni azionarie a rischio mitigato](#). È incoraggiante che il governo con l'emissione del BTP Futura si sia mosso nella giusta direzione. Si può fare molto.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali