

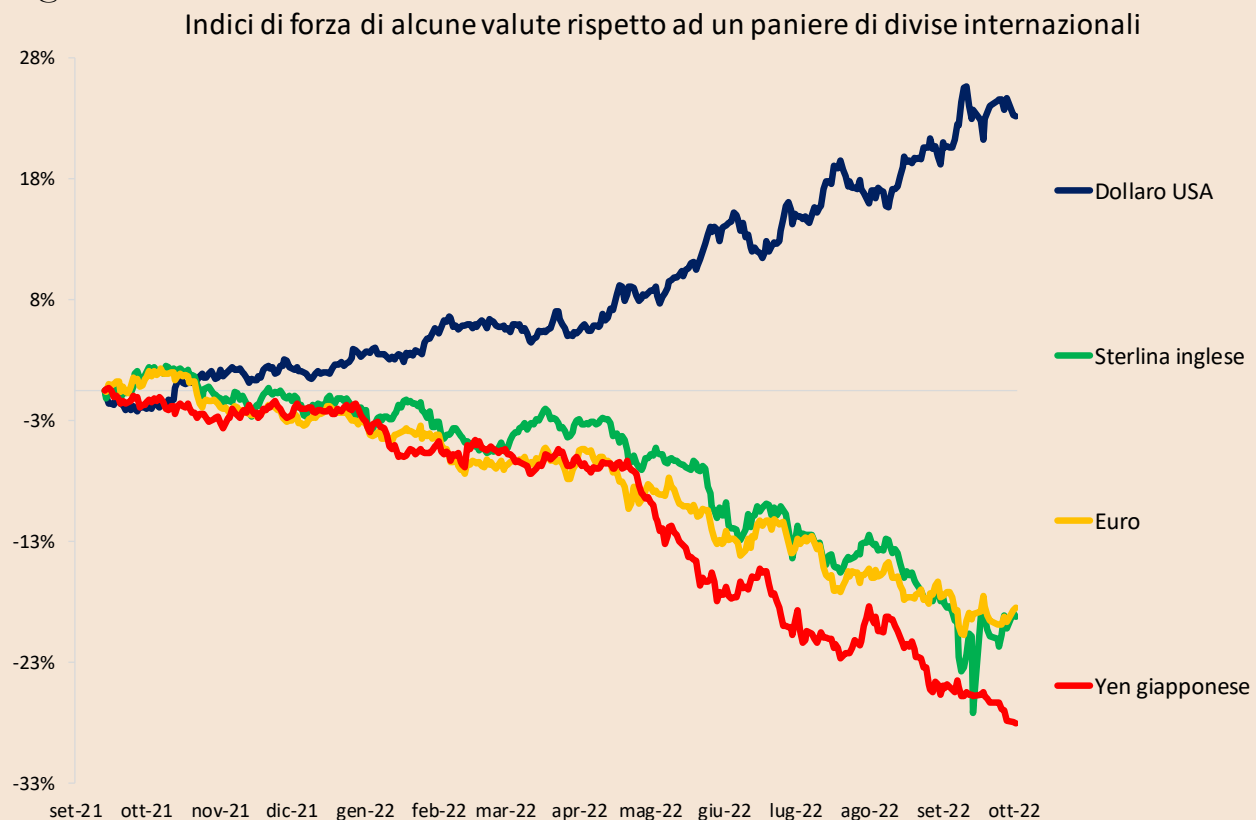
24 ottobre 2022

## LA TRAPPOLA DEL DOPPIO DEFICIT: CHI RISCHIA DI PIÙ

di Marcello Minenna

L'impatto del ciclo aggressivo di rialzo dei tassi di interesse da parte della *Federal Reserve* ed il rafforzamento del dollaro sui mercati valutari internazionali stanno colpendo particolarmente duro le economie avanzate europee ed il Giappone, già indebolite dagli effetti negativi della crisi energetica. Euro, Sterlina inglese e Yen giapponese hanno perso in poco più di 12 mesi tra il 20% ed il 30% del loro valore rispetto ad una paniere formato dalle altre principali divise internazionali (Figura 1).

Figura 1



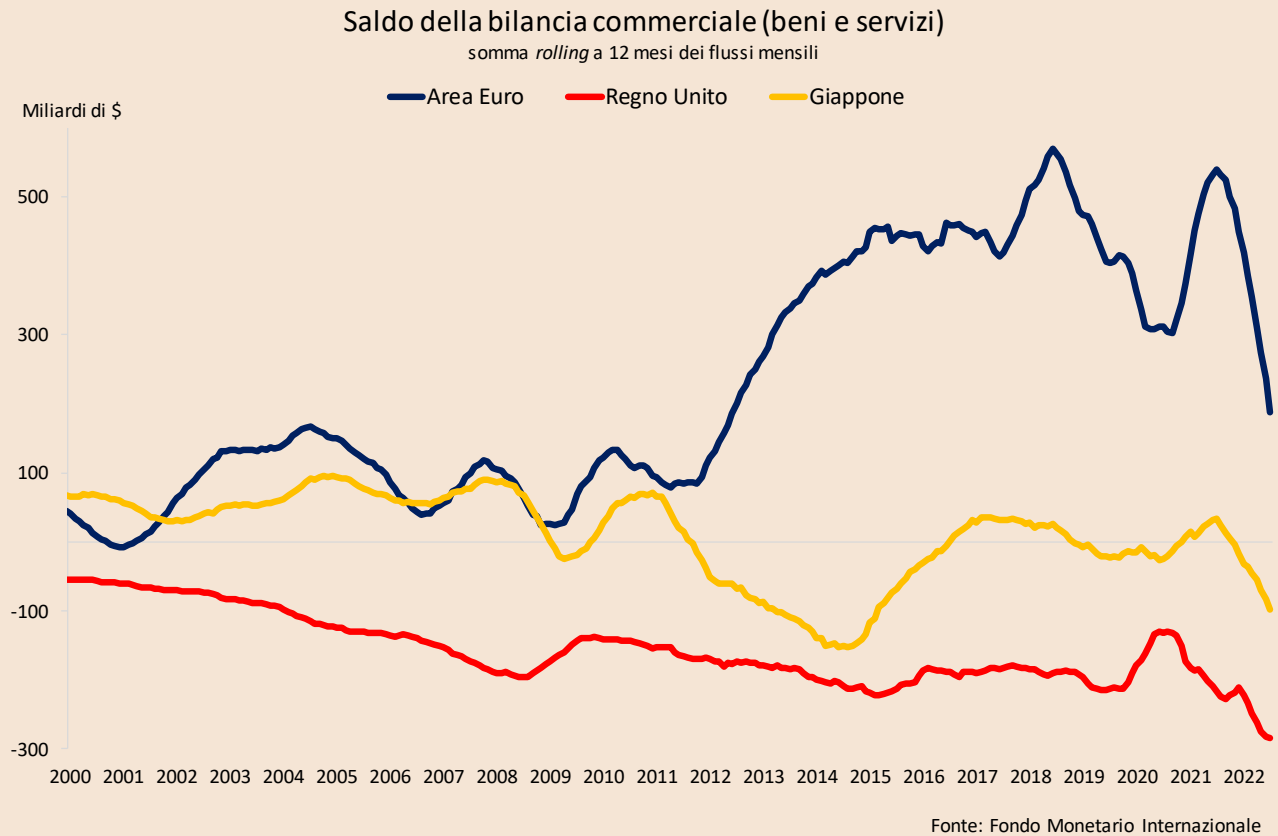
Fonte: TradingView

La svalutazione è solo una spia di una serie di problemi che si stanno accumulando all'interno del sistema economico e finanziario di questi Paesi. Non è un caso che Regno Unito, area Euro e Giappone siano principalmente economie di trasformazione, il cui *export* è costituito da prodotti finiti e servizi tecnologicamente avanzati e la cui crescita è dipendente da un flusso costante di energia e materie prime a basso costo. Lo *shock* energetico post-pandemico, esacerbato dalla guerra in Ucraina, ha rapidamente aumentato i costi di importazione delle materie prime, generando a cascata elevata inflazione in tutti gli altri settori economici.

Il deterioramento dell'equilibrio dei conti con l'estero a seguito dell'aumento dei costi dell'*import* si è riflesso in un marcato declino del saldo della bilancia commerciale, in tutte e tre le aree valutarie (vedi Figura 2).

Ci sono delle importanti differenze da rimarcare: il Regno Unito (linea rossa) partiva già da una posizione di *deficit* commerciale persistente, mentre il Giappone (linea gialla) è passato in territorio negativo solo recentemente. L'area Euro (linea blu), che partiva un *surplus* notevole determinato essenzialmente dalla forza dell'*export* tedesco ed italiano, ha visto rapidamente erodersi il proprio vantaggio ma tutt'ora è in una posizione migliore rispetto alle altre economie in analisi.

Figura 2

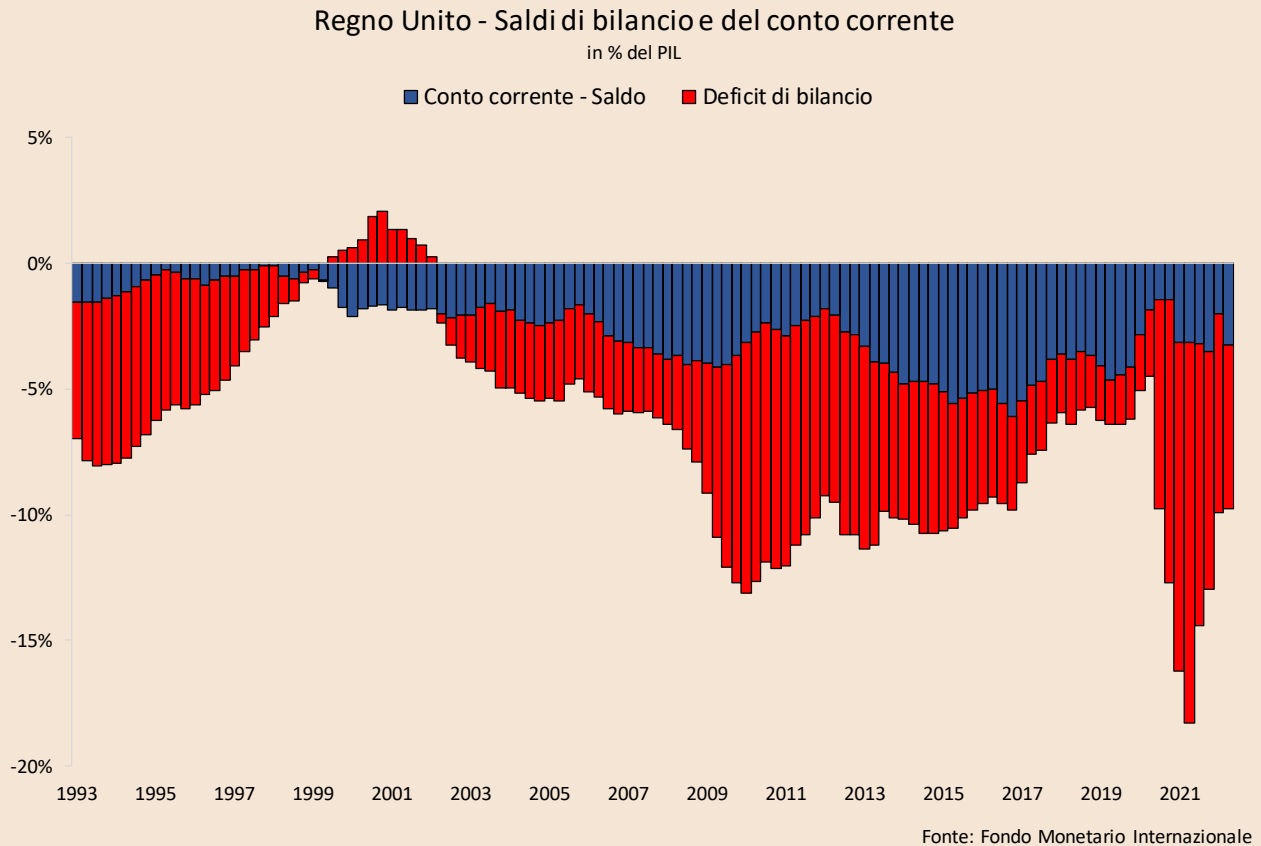


## IL DOPPIO DEFICIT DEL REGNO UNITO COME INNESCO DELLA CRISI ATTUALE

La posizione di *deficit* del saldo delle partite correnti del Regno Unito persiste da oltre 20 anni ed è complicata dalla presenza di un *deficit* di bilancio “gemello”, che si è ampliato notevolmente durante la crisi internazionale del 2008-2009 e quella pandemica del 2020 (vedi Figura 3). La presenza di *deficit* gemelli (*twin deficits*) è considerata dagli economisti una situazione di vulnerabilità, che in determinate condizioni di *stress* finanziario può esporre al rischio di crisi improvvise.

In presenza di *twin deficits* è necessario infatti che sia presente un flusso costante di liquidità dall'estero verso attività finanziarie e reali nazionali, sia per finanziare il debito governativo sia per coprire il *gap* tra valore di esportazioni e importazioni.

Figura 3



Fino al 2020, i tassi di interesse a zero e l'ampia liquidità disponibile sui mercati internazionali hanno mascherato la debolezza insita in una posizione di *deficit* gemelli, ma nel 2022 le condizioni sono rapidamente cambiate. Il Regno Unito si è trovato a far fronte a tassi di interesse in decisa crescita, un tasso di inflazione a doppia cifra più alto rispetto alla media delle economie occidentali ed un'economia in forte rallentamento, mentre la sterlina sperimentava un progressivo deprezzamento.

Si tratta di una situazione che trova forti analogie con quanto sperimentato dall'Italia poco prima della deflagrazione della crisi di fiducia sul debito del 2011-2012.

Anche l'innescò della crisi sembra paragonabile: nel 2011 fu lo scontro tra governo italiano e Commissione Europea sull'entità del *deficit* di bilancio ad avviare le tensioni sul mercato dei titoli di Stato. Nel 2022 il governo

britannico ha tentato di varare una manovra fiscale espansiva da 50 miliardi di sterline, con cui si associavano generosi sussidi per i consumi di energia del settore privato a tagli alle tasse, più incisivi sugli scaglioni di reddito elevati; il tutto a fronte di un *deficit* di bilancio già al 6,6% del PIL.

I mercati internazionali hanno censurato la manovra, ed in una situazione vulnerabile di doppio *deficit* l'impatto di un cambio di *attitude* degli investitori internazionali ha prodotto effetti devastanti sul valore dei titoli governativi in circolazione. Il tasso di interesse implicito sui GILT è più che raddoppiato in un mese su tutte le scadenze (passando sull'orizzonte di 10 anni dall'1,89% al 4,4%), una *performance* quasi paragonabile a quella delle cripto-valute più rischiose.

La brusca riduzione del valore dei titoli ha provocato dei seri problemi alla gestione di tesoreria dei fondi pensione, che erano ovviamente fortemente esposti nei confronti dell'unico *asset* finanziario definibile come “porto sicuro” (*safe haven*).

L'improvvisa necessità di liquidità a brevissimo termine da parte dei fondi pensione ha costretto la *Bank of England* (BoE) a varare un programma speciale di acquisto titoli, proprio nel momento in cui veniva lanciato pubblicamente il programma di riduzione dello *stock* di titoli governativi in bilancio a lungo termine (il *Quantitative Tightening*). Una situazione paradossale ed insostenibile, che ha costretto il governo ad effettuare una retromarcia totale sul programma di espansione fiscale, con grave danno di credibilità politica per tutte le istituzioni coinvolte.

Quanto è verosimile uno scenario del genere per l'area Euro ed il Giappone, considerando il recente passaggio nel *club* di economie a doppio *deficit*?

## I RISCHI PER EUROPA E GIAPPONE ED IL RUOLO DELLE RISERVE VALUTARIE

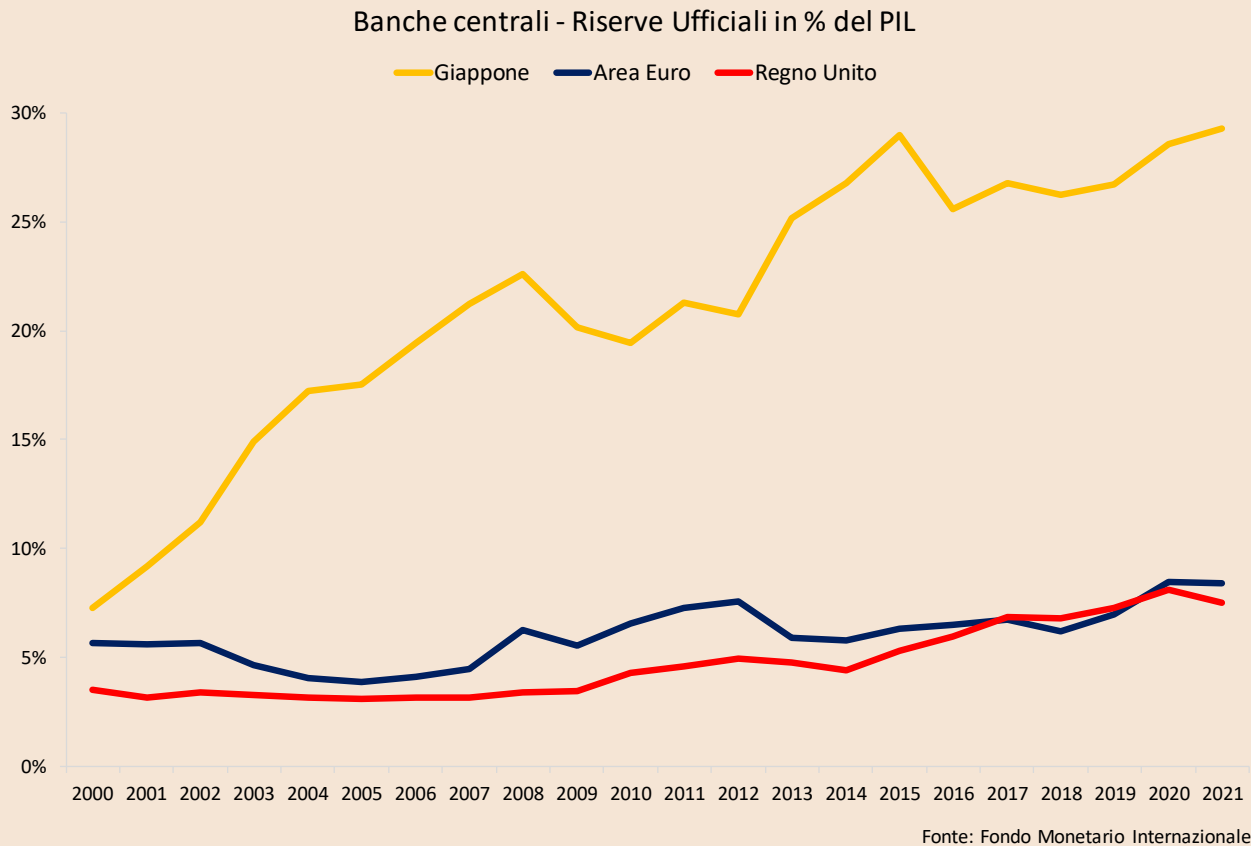
La valutazione comparativa dei rischi di una possibile crisi sul debito in Europa e Giappone è oltremodo interessante a causa di diversi punti di forza e debolezza.

Infatti, gran parte degli indicatori di salute macro-economica dell'area Euro (tasso di cambio rispetto al dollaro, tasso di inflazione, rapporto debito/PIL) sono sovrapponibili a quelli del Regno Unito. In particolare nel 2022 il livello delle riserve valutarie nei bilanci della banca centrale è grosso modo lo stesso - intorno all'8% del PIL - anche se storicamente la BoE ha detenuto meno riserve (vedi Figura 4).

Rispetto al Regno Unito, l'area Euro ha il vantaggio non indifferente della dimensione: un PIL più grande, un mercato secondario del debito governativo più vasto ed eterogeneo (una crisi di fiducia potrebbe colpire i BTP italiani, ma verosimilmente non i *Bund* tedeschi). Inoltre ci sono dei meccanismi di condivisione dei rischi che sono già operativi (la rimodulazione dei riacquisti nell'ambito del programma pandemico ed il nuovo scudo *anti-spread* TPI) e che stanno funzionando nel contenere movimenti incontrollati dei rendimenti dei debiti governativi.

Un eventuale varo di un meccanismo di emergenza *risk-shared* di gestione dei costi dell'energia, sulla falsariga del programma pandemico di prestiti SURE per il mercato del lavoro, rafforzerebbe ulteriormente la rete di protezione dell'Unione.

Figura 4



Il Giappone spicca per il livello *monstre* del debito pubblico (ad agosto 2022 pari al 266% del PIL), straordinariamente concentrato per oltre il 50% nel bilancio della banca centrale ed in quello di enti economici pubblici (oltre il 10%). Questa caratteristica rende il mercato secondario molto sottile, con un volume di transazioni bassissimo in relazione alla dimensione del debito. Questo mese, per diversi giorni su gran parte della struttura per scadenza dei titoli non è stato effettuato nessuno scambio.

Il livello del debito comunque non è un problema fino a quando la *Bank of Japan* (BoJ) persegue una politica di controllo dei tassi di interesse (*yield curve control*) intorno allo 0% attraverso acquisti/vendite di titoli sul mercato secondario. Adesso che i tassi negli USA si stanno avvicinando al 4%, lo *yield curve control* implica un enorme incentivo per gli investitori a vendere *asset* finanziari giapponesi lasciando defluire liquidità verso l'estero. A cascata, il

deflusso di capitali riduce la domanda di yen e rinfocola le pressioni al ribasso sul tasso di cambio.

La strategia di *yield curve control* sarebbe insostenibile se la BoJ non potesse contare su un ammontare enorme di riserve valutarie (quasi il 30% del PIL, linea gialla), accumulate in decenni di *surplus* delle partite correnti. Allo stato attuale, questa potenza di fuoco consente alla banca centrale di intervenire a discrezione sul mercato dei cambi a sostegno dello Yen.

In definitiva, area Euro e Giappone per ragioni diverse possono sostenere un *deficit* gemello, per un limitato periodo di tempo, in questo contesto economico sfavorevole senza rischiare una perdita di controllo sui rendimenti del debito pubblico stile Regno Unito.

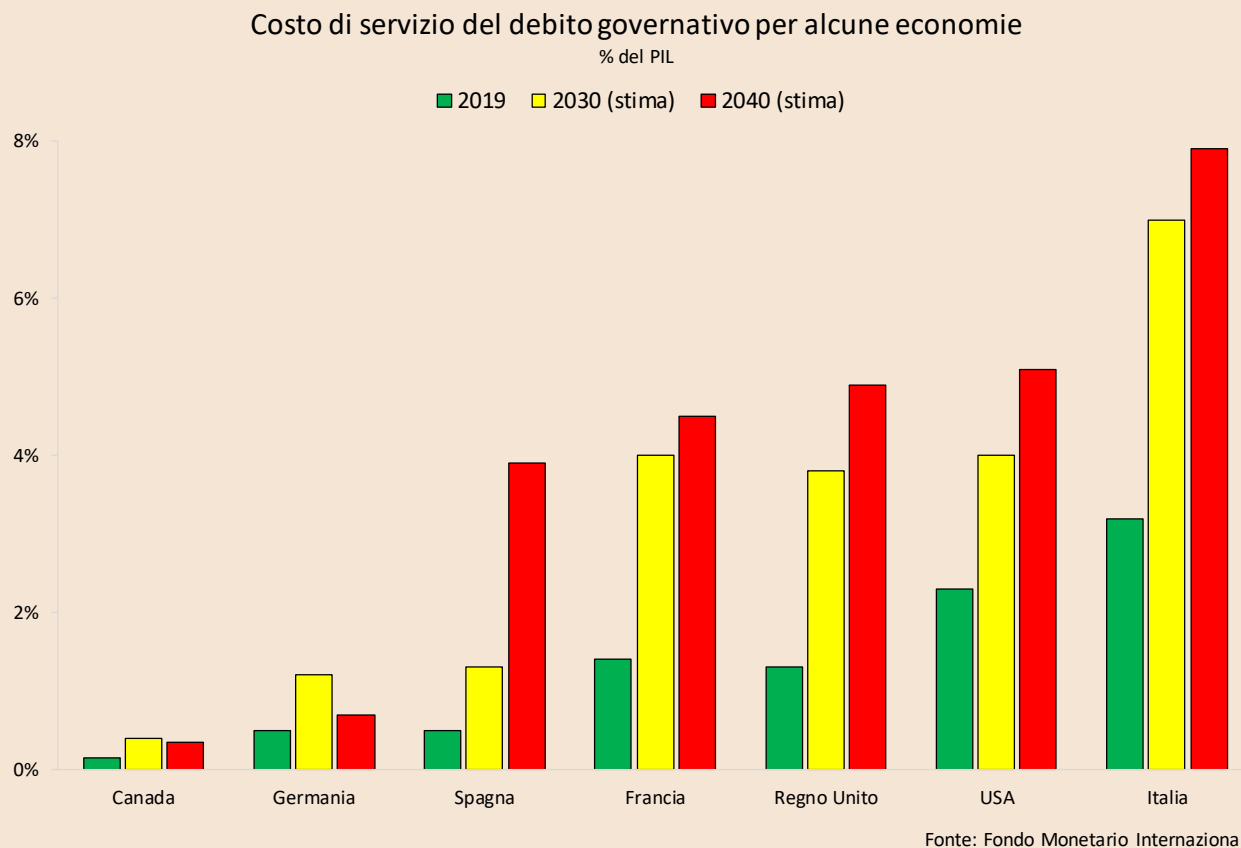
#### **ANNI DI TASSI DI INTERESSE ELEVATI E IL PROBLEMA CRESCENTE DEL COSTO DI SERVIZIO DEL DEBITO**

In ogni caso, per il Fondo Monetario Internazionale (FMI), la prospettiva nel medio-lungo periodo resta quella di un'economia globale in transizione caratterizzata da alti costi dell'energia, inflazione persistente e tassi di interesse significativamente elevati: un paradigma completamente opposto a quanto sperimentato nel decennio 2010-2020.

In questo scenario, il costo di servizio del debito tornerà ad essere una variabile importante (vedi Figura 5) nella determinazione dei saldi di bilancio dei Paesi industrializzati. Nell'esempio in analisi, soltanto per Canada e Germania si stima un impatto limitato e decrescente della spesa per interessi nei prossimi 20 anni. Le proiezioni per Spagna, Francia, Regno Unito e Italia vedono un profilo di impegni finanziari crescenti nel tempo, particolarmente impegnativo per il nostro Paese per il quale si stima che il costo di servizio del debito possa raggiungere il 7% del PIL già nel 2030.



Figura 5



Il *new normal* post-pandemia si sta finalmente delineando ed è molto diverso dalle previsioni di “stagnazione secolare” e deflazione di cui si discuteva soltanto pochi anni fa. Tocca stare al passo.

*Marcello Minenna, Direttore Generale dell’Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli  
@MarcelloMinenna  
Le opinioni espresse sono strettamente personali*