

di **Zhang Monan** | da il Mondo



Fin dal 2007, la crisi finanziaria ha trascinato il mondo in una fase in cui i tassi di interesse si sono mantenuti molto bassi, se non vicini allo zero. Ma c'è un forte rischio che i tassi di interesse reali (al netto dell'inflazione) salgano nei prossimi dieci anni. I beni capitali totali delle banche centrali ammontano a 18.000 miliardi di dollari, o il 19% del pii globale, un livello doppio rispetto a dieci anni fa. Questo conferisce loro pieni mezzi per guidare verso il basso i tassi nella speranza di rivitalizzare la più debole ripresa economica mai vista dopo la Grande depressione. Negli Stati Uniti, la Fed ha abbassato il tasso di base dieci volte dall'agosto del 2007, dal 5,25% a una fascia tra zero e 0,25%, e ha ridotto il tasso di sconto 12 volte (di un totale di 550 punti base da giugno 2006), a 0,75%. La Bce ha abbassato il tasso di rifinanziamento principale otto volte, di un totale di 325 punti base, a 0,75%. La Banca del Giappone ha abbassato due volte il suo tasso di interesse, che oggi è allo 0,1 %. E la Banca d'Inghilterra ha tagliato il tasso base nove volte, di 525 punti, portandolo a 0,5%. Ma questo distorce l'allocazione del capitale.

Gli Usa, con il debito e il deficit più grandi del mondo, sono il più grande beneficiario di questo finanziamento a prezzi stracciati. Con il protrarsi della crisi del debito sovrano in Europa, gli effetti porto sicuro hanno trascinato il rendimento delle obbligazioni decennali del Tesoro Usa ai livelli più bassi degli ultimi 60 anni, mentre lo swap spread su benchmark decennale, il divario tra flusso di pagamento a tasso fisso e a tasso variabile, è negativo, il che implica una perdita reale per gli investitori. Il governo Usa ora cerca di restituire i vecchi debiti prendendo in prestito ancora più denaro; nel 2010, la creazione media di debito annuale ha superato i 4.000 miliardi di dollari, quasi un quarto del pii, contro la media pre-crisi dell'8,7% del pii. Con l'aumentare di questa quota, gli investitori esigeranno un premio di rischio sempre più alto. E, una volta che saranno raggiunti i target della Fed del 6,5% di disoccupazione e del 2,5% di inflazione, le autorità abbandoneranno l'alleggerimento quantitativo e faranno schizzare in alto i tassi di interesse reali. In Giappone la porzione di debito pubblico detenuta da stranieri sta raggiungendo livelli record. Mentre il rendimento delle obbligazioni decennali del Giappone è crollato negli ultimi nove anni, il rischio più grande, come negli Usa, è un forte aumento dei costi

del prestito perché gli investitori esigono premi di rischio più alti. Con l'instabilità del mercato del debito sovrano del Giappone, le difficoltà di rifinanziamento colpiranno gli istituti finanziari nazionali, che tengono un volume massiccio di debito pubblico all'interno del loro bilancio. Ne risulterà una reazione a catena simile a quella della crisi del debito sovrano in Europa, con il circolo vizioso del debito sovrano e bancario che porta al declassamento dei rating del credito e a un'impennata del rendimento delle obbligazioni. La crisi del debito giapponese esploderà allora con tutta la sua forza. Vista dalla prospettiva dei creditori, l'era della finanza low-cost per i Paesi indebitati è chiusa. In qualche misura, l'accumulo esagerato di debito negli Stati Uniti riflette la percezione globale che il rischio sia zero. Di conseguenza, i Paesi con surplus esterno, tra cui la Cina, stanno contribuendo all'enorme abbassamento dei tassi di interesse americani a lungo termine, con il rendimento medio delle obbligazioni del Tesoro Usa che è crollato del 40% tra il 2000 e il 2008. Più grande è la porzione di debito Usa che questi Paesi comprano, più grande è la perdita di denaro che subiscono. Questo è vero specie per la Cina, secondo maggior creditore al mondo (e il più grande creditore degli Usa). Il sistema però sta rapidamente diventando insostenibile. La virata della Cina verso nuovi modelli di crescita prevede importanti cambiamenti. La rivalutazione unilaterale dello yuan terminerà, accompagnata dall'alleggerimento della pressione sulla liquidità esterna. Con la perdita di valore sul lungo termine dei risk asset e l'aumento della pressione per evitare bolle dei prezzi, le riserve di capitale della Cina saranno insufficienti a rifinanziare a basso costo i debiti dei Paesi sviluppati. La Cina non è sola. Per McKinsey & Company nel prossimo decennio i tassi di interesse saliranno in tutto il mondo perché l'economia tenterà di creare nuovi equilibri. La tendenza degli ultimi decenni a ridurre al minimo i tassi di interesse è destinata insomma a invertirsi nei prossimi anni, soprattutto per effetto dell'aumento degli investimenti da parte dei Paesi in via di sviluppo. Inoltre, l'invecchiamento della popolazione cinese e la strategia di Pechino sui consumi interni, colpiranno i risparmi globali. Il mondo potrebbe entrare in una nuova fase dove la domanda di investimento è superiore ai risparmi desiderati, il che significa che i tassi di interesse reali devono salire.

*\*Zhang Monan è fellow del China Information Center, fellow della China Foundation for International Studies, ricercatrice della China Macroeconomic Research Platform*