

Il debito privato in Cina e USA potrebbe amplificare i costi della guerra commerciale

Atradius Economic Research – luglio 2019

Sommario

- L'evoluzione del debito del settore privato negli Stati Uniti e in Cina probabilmente non innescherà una crisi economica, ma potrebbe aggravare una recessione, eventualmente innescata dalla guerra commerciale bilaterale.
- La riduzione dei profitti, oltre a finanziamenti più costosi nonostante gli stimoli monetari, potrebbe aumentare la sofferenza delle imprese e trascinare gli investimenti.
- Negli Stati Uniti, i settori immobiliare e dei servizi pubblici sono i più vulnerabili a causa dell'elevato indebitamento.
- I settori cinesi più esposti sono principalmente le imprese fortemente indebitate nei settori delle materie prime in eccesso di capacità produttiva, nonché i produttori che operano nei settori oggetto della controversia commerciale.

La goccia che fa traboccare il vaso?

L'espansione dell'economia mondiale è su un terreno sempre più traballante, con rischi derivanti soprattutto dalle sue due maggiori economie. L'economia statunitense ha raggiunto il periodo di crescita consecutiva più lungo mai registrato, ma l'incertezza è in aumento, riportando la Fed in una posizione difensiva. La crescita economica della Cina, pur essendo ancora solida in parte grazie al sostegno governativo, ha rallentato fino a raggiungere il tasso più basso dall'inizio della registrazione statistica nel 1992. Quale potrebbe essere il fattore scatenante per far fallire una di queste economie?

L'indebitamento del settore privato negli Stati Uniti è stato il principale fattore scatenante della crisi finanziaria globale del 2007, ma in questo momento non è sufficiente per ripetersi. Il potenziale colpevole più evidente è ora la latente

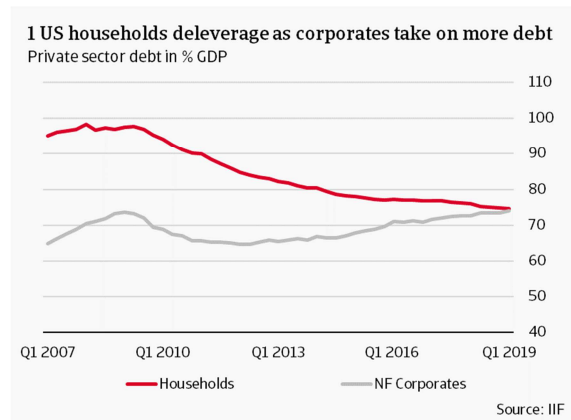
guerra commerciale. Mentre in giugno è stata raggiunta una tregua che ha impedito un'ulteriore escalation delle tariffe punitive, si stima che le tariffe applicate finora costino agli Stati Uniti lo 0,2% del PIL e alla Cina lo 0,5% (Oxford Economics). A questo ritmo, ciò non è sufficiente a far cadere in recessione uno o l'altro paese, ma un'escalation potrebbe farlo. E l'indebitamento del settore privato (imprese e famiglie) in entrambe le economie potrebbe probabilmente amplificare questo fenomeno.

Tariffe più elevate si traducono in minori guadagni, aumentando il disagio del debito delle imprese e provocando più licenziamenti e meno investimenti. Ciò amplifica la recessione economica e aumenta il rischio di credito. Poiché la composizione del debito privato in entrambe le economie si è deteriorata negli ultimi anni,

l'accesso ai finanziamenti sta diventando sempre più costoso per le imprese a forte leva finanziaria in un contesto di incertezza globale, nonostante l'allentamento della politica monetaria sia da parte di Pechino che di Washington.

Il debito delle imprese americane al di sopra del picco pre-crisi

Il debito del settore privato negli Stati Uniti si è stabilizzato dal 2016 a circa il 148% del PIL. Tuttavia, ciò riflette l'evoluzione divergente dell'indebitamento delle famiglie e dell'indebitamento delle imprese non finanziarie, che ha determinato uno spostamento dei rischi dal settore delle famiglie a quello delle imprese. Mentre le famiglie statunitensi hanno continuato a ridurre la leva finanziaria dalla crisi finanziaria 2007-2009, il debito delle imprese statunitensi è cresciuto più rapidamente del PIL (grafico 1). Con il 74% del PIL nel 2019, è storicamente elevato e leggermente al di sopra del picco pre-crisi.



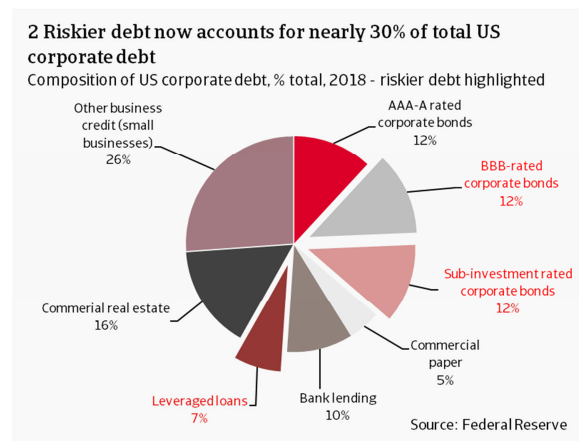
A questo livello, il debito societario statunitense è ancora uno dei più bassi tra le economie avanzate. Tuttavia, la maggior parte dell'aumento dell'indebitamento delle società statunitensi dal 2012 non è stato utilizzato per investimenti a sostegno della crescita, ma a favore degli azionisti, attraverso una combinazione di dividendi più elevati, oltre a riacquisti, fusioni e acquisizioni (Economist, 16 marzo 2019). Inoltre, sono aumentate le preoccupazioni circa la qualità del debito societario statunitense e l'indebolimento degli standard di sottoscrizione, in particolare per i mutuatari aziendali a più alto rischio.

La composizione del debito è diventata più rischiosa

Il debito societario statunitense è sempre più concentrato nelle imprese più rischiose e nelle forme di debito più rischiose: obbligazioni con investment grade a basso rating (la loro quota nelle obbligazioni totali è passata da circa il 20% un decennio fa a poco più del 50% nel 2018),

obbligazioni speculative o ad alto rendimento e leveraged loans, definiti come prestiti a società il cui debito supera già di quattro volte il loro reddito al lordo di interessi, imposte, ammortamenti e svalutazioni (EBITDA). La quota di queste forme di debito più rischiose è ora vicina al 30% del debito totale delle imprese americane (cfr. grafico 2). Inoltre, le imprese che hanno registrato i maggiori aumenti del loro carico di indebitamento hanno una leva finanziaria più elevata, maggiori oneri per interessi e minori disponibilità di cassa rispetto alla media.

Anche i rischi si sono spostati sul mercato dei leveraged loans che sono stati la componente in più rapida crescita del debito societario statunitense, con un aumento del 20% nel 2018 e quasi il 16% in media negli ultimi vent'anni. La quota di questi tipi di prestito sul debito totale delle imprese è pari al 7%, quasi il doppio di quella delle obbligazioni societarie con rating deep-junk. L'aumento della domanda di leveraged loans può essere spiegato dall'inasprimento dei tassi della Fed a partire dalla fine del 2015. In un contesto di tassi d'interesse in crescita, gli investitori preferiscono i prestiti con leva finanziaria a rendimento elevato, in quanto forniscono un tasso d'interesse variabile, a differenza delle obbligazioni, le cui cedole sono fisse e il cui valore scende quando i tassi d'interesse salgono. A sua volta, poiché la Fed ha cambiato rotta, la domanda degli investitori per i leveraged loans è in calo dal marzo 2019 e gli investitori si sono spostati verso i mercati obbligazionari ad alto rendimento.



I timori di una ripetizione della crisi dei mutui subprime sono esagerati

Questi timori erano aumentati perché il volume dei leveraged loans è ora approssimativamente uguale a quello del debito ipotecario subprime nel 2007 e con caratteristiche comuni tra il mercato dei leveraged loans e quello dei mutui subprime: minori incentivi a monitorare il merito di credito del debitore, una regolamentazione più debole e

una maggiore cartolarizzazione dei leveraged loans attraverso le obbligazioni di prestito garantito (CLO). Tuttavia, tali timori sembrano eccessivi, in ragione di importanti differenze: le strutture dei CLO sono molto più solide di quelle utilizzate durante la bolla dei mutui subprime, i detentori del debito sono diversi e più resistenti e le autorità finanziarie controllano ora da vicino le vulnerabilità della stabilità finanziaria. Le parti più rischiose dei leveraged loans sono detenute principalmente da investitori istituzionali e fondi hedge, con le banche che detengono solo una quota relativamente piccola e tipicamente titoli della migliore qualità. Sulla base delle informazioni attuali, la Fed ritiene pertanto che i rischi per il sistema finanziario siano moderati.

In ogni caso livelli elevati di debito societario potrebbero amplificare una recessione economica.

Piuttosto che innescare una recessione economica, gli elevati livelli del debito delle imprese statunitensi e in particolare dei leveraged loans potrebbero aggravare la recessione se uno di essi fosse causato da un altro fattore. I due fattori ovvi sono l'aumento dei tassi d'interesse o il calo degli utili societari. Con la Fed attualmente in fase di allentamento, la principale minaccia è rappresentata dal calo degli utili. Questi potrebbero derivare dall'escalation delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Sebbene l'economia statunitense stia vivendo il periodo di espansione più lungo, i profitti delle imprese sembrano risentire dell'impatto delle tensioni commerciali: nel primo trimestre del 2019 sono diminuiti del 3,1%. Si tratta del calo maggiore dal quarto trimestre del 2014.

Il calo dei profitti renderà più difficile il finanziamento e aumenterà la sofferenza del debito delle imprese, con conseguente aumento dei licenziamenti e una riduzione degli investimenti. Ciò aggraverà la recessione economica una volta che si verificherà.

Inoltre, nonostante l'orientamento della Federal Reserve verso un taglio dei tassi di interesse, i rendimenti per le imprese con una qualità del credito inferiore sono aumentati. Ciò rende di fatto più difficile l'accesso ai finanziamenti per le imprese con un elevato grado di leva finanziaria. Anche se la Fed continuerà ad adottare una politica espansiva, la sofferenza delle imprese potrebbe ancora aumentare a causa della scarsa qualità del credito in alcuni segmenti.

Sebbene i mutuatari di leveraged loans traggano profitto da un allentamento della politica monetaria statunitense, il finanziamento sta diventando sempre più difficile in quanto gli

investitori si stanno spostando verso altre attività. Inoltre, tra i tipi di debito rischiosi, i leveraged loans rappresentano il rischio maggiore della recessione. Con interessi pari ad almeno la metà dell'utile al lordo delle imposte di questi mutuatari con leva finanziaria, essi sono altamente vulnerabili a un calo dei profitti. Secondo l'agenzia di rating Fitch, il rischio di fallen angel - un declassamento delle società con rating BBB a rendimenti elevati - sembra essere gestibile nell'attuale contesto di una Fed più prudente. Questo rischio è stato segnalato all'inizio di quest'anno dall'OCSE, dalle banche centrali e dagli investitori. Ma secondo Fitch, le società statunitensi con rating BBB hanno sufficiente flessibilità finanziaria per adeguare il proprio bilancio. Detto questo, alcuni portafogli sul mercato statunitense potrebbero essere vulnerabili.

I settori più vulnerabili negli Stati Uniti

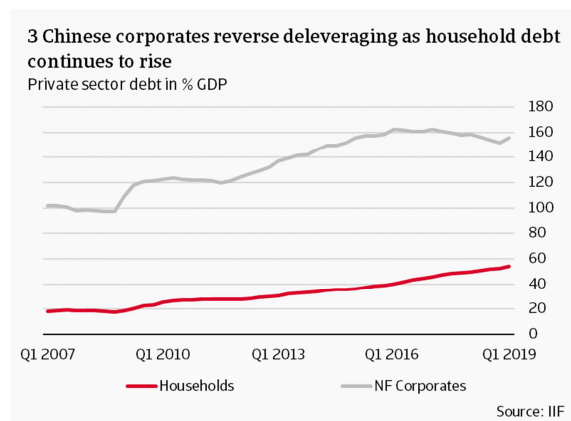
Le imprese che operano nel settore delle utilities e nel settore immobiliare sono le più esposte. Sono le più indebitate, con un elevato rapporto debito/cassa rispettivamente di 30x e 16x. Il 50% delle società del settore immobiliare ha un tasso di copertura degli interessi (ICR) inferiore a due (soglia per il rischio di solvibilità). Il settore immobiliare è maggiormente esposto al rischio fallen angel, in particolare i cosiddetti real estate investment trusts (REITS). Altri settori con bassi tassi di interesse sono l'energia, i servizi di comunicazione e l'assistenza sanitaria. Detto questo, le consistenti disponibilità di liquidità nel settore sanitario costituiscono un cuscinetto contro gli shock avversi.

Altri settori altamente esposti al rischio fallen angel sono quelli alimentare, del tabacco e l'edilizia. Infine, le imprese statunitensi più piccole sono particolarmente vulnerabili al rallentamento degli utili societari, in quanto la temporanea spinta alle vendite e agli utili derivanti dai precedenti tagli fiscali sta scemando. La maggior parte delle imprese a bassa capitalizzazione, e più della metà per dimensione dell'attivo, ha tassi di copertura degli interessi inferiori a due.

La vulnerabilità finanziaria della Cina rimane elevata

L'economia cinese sta rallentando nel mezzo del suo riequilibrio strutturale, da una crescita economica guidata dagli investimenti a una crescita economica guidata dai consumi. Poiché le tensioni commerciali aggravano il rallentamento del settore manifatturiero, le autorità cinesi si trovano ad affrontare un difficile compromesso tra il sostegno alla crescita a breve termine, la lotta agli shock esterni avversi e la limitazione della sua

forte dipendenza dal debito attraverso un inasprimento normativo.



Il debito del settore privato in Cina è diminuito solo leggermente dal 2017, passando dal 208% del PIL al 204% del PIL nel 2018. Come negli Stati Uniti, ciò riflette l'evoluzione divergente tra debito delle famiglie e debito societario non finanziario, ma in direzione opposta. L'indebitamento delle famiglie ha continuato a crescere rapidamente, mentre il settore delle imprese ha ridotto la leva finanziaria in linea con il riequilibrio economico.

Il rapido aumento dell'indebitamento delle famiglie cinesi merita attenzione

A differenza degli Stati Uniti, l'indebitamento delle famiglie cinesi è cresciuto rapidamente, passando dal 19% del PIL prima della crisi finanziaria globale al 54% del PIL nel primo trimestre del 2019 (grafico 3) sulla scia di una classe media in crescita e superando la media dei mercati emergenti del 38% del PIL. Il quasi triplicarsi dell'indice di indebitamento delle famiglie è di gran lunga il ritmo di crescita più rapido al mondo. Questo merita attenzione, in quanto in passato i rapidi accumuli di debito hanno spesso coinciso con una crisi finanziaria. Nel frattempo, il debito delle famiglie a reddito disponibile è aumentato ancora più rapidamente e si sta avvicinando ai livelli di economia avanzata, ora a quasi il 120% (da meno del 30% nel 2007). Con l'80% dell'indebitamento delle famiglie finanziato a tassi variabili, le famiglie cinesi, in particolare quelle dei giovani che vivono in città, sono più vulnerabili alle oscillazioni dei tassi di interesse e del ciclo economico. Ciò potrebbe esacerbare un rallentamento dell'economia, in quanto il rallentamento dell'economia ha un impatto negativo sul reddito disponibile, il che significa che sarà necessaria una quota maggiore per il servizio del debito, riducendo così i consumi delle famiglie. Mentre le attuali misure monetarie di stimolo attenuano questi rischi, il continuo aumento dell'indebitamento delle famiglie merita attenzione.

Il precedente deleveraging aziendale ha colpito duramente le imprese private, aggravando il rallentamento dell'economia cinese

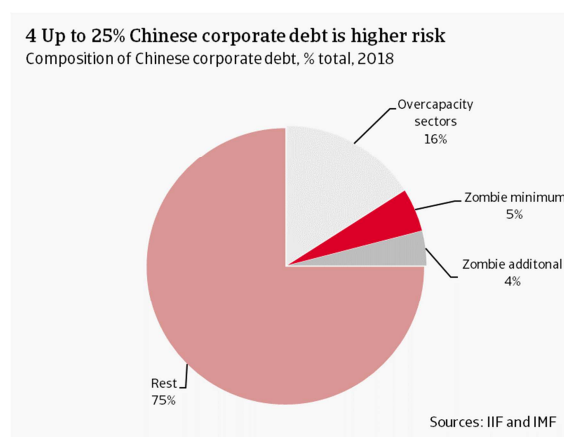
A differenza dell'evoluzione dell'indebitamento delle famiglie cinesi, il settore delle imprese ha iniziato a ridurre la leva finanziaria, a seguito del rapido aumento dell'indebitamento, in particolare tra il 2011 e l'inizio del 2016 (cfr. grafico 3). Il debito delle imprese non finanziarie è sceso moderatamente dal picco del 162% del PIL al 152% del PIL a fine 2018, ma è risalito al 156% nel primo trimestre di quest'anno. Mentre le imprese statali (SOE) sono state responsabili della maggior parte dell'aumento del debito, le imprese private cinesi sono state particolarmente colpite dal processo di riduzione della leva finanziaria. Esse dipendono fortemente dal settore bancario ombra per il loro finanziamento. Queste banche ombra, una rete di società fiduciarie, gestori di fondi e società finanziarie scarsamente regolamentate, hanno ridotto la loro attività e negli ultimi anni sono scese dall'87% del PIL di fine 2016 al 70% nel settembre 2018 (Moody's). Poiché le imprese private sono i principali motori della crescita economica cinese e della creazione di posti di lavoro, il processo di riduzione della leva finanziaria ha esacerbato il rallentamento dell'economia cinese.

La qualità del credito è diminuita a causa dell'elevata quota delle imprese di Stato nel debito delle imprese cinesi

Nel frattempo, con il 156% del PIL, il debito delle imprese cinesi rimane il secondo più alto tra i mercati emergenti, dopo Hong Kong (222% del PIL) e nettamente superiore ai livelli delle maggiori economie avanzate (area Euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti). A differenza di molti mercati emergenti, il debito societario cinese è denominato principalmente in valuta locale (95%), il che lo rende meno vulnerabile al rischio di cambio. Anche le consistenti disponibilità di liquidità di molte imprese attenuano i rischi. Detto questo, come negli Stati Uniti, sono aumentate le preoccupazioni per il deterioramento della qualità del credito alle imprese. La leva finanziaria delle imprese, misurata dal debito societario all'EBITDA è passata da 4x a quasi 6x secondo i dati dell'FMI. Inoltre, Oxford Economics afferma che la quota delle imprese con un elevato grado di leva finanziaria - con un indebitamento superiore a 5x - è passata dal 30% nel 2007 a oltre il 40% nel 2017, il secondo più alto dei principali mercati emergenti e significativamente al di sopra della media del G7 del 30%.

I principali fattori che contribuiscono al deterioramento della qualità del debito delle

imprese cinesi sono l'elevata quota delle imprese di Stato nel debito societario cinese e la presenza di imprese "zombie" (fonte: FMI Working Paper, novembre 2017). L'FMI e l'IIF stimano che le imprese di Stato rappresentino oltre il 55% del debito societario, mentre l'OCSE stima che sia superiore all'80%. La differenza è molto probabilmente legata alla misura in cui le imprese controllate dallo Stato sono costituite accanto alle imprese interamente di proprietà dello Stato. Queste imprese di Stato hanno passività più elevate rispetto ai loro profitti (15 volte rispetto a 5 volte per le imprese private). Le imprese "zombie" in perdita e le imprese dei settori di sovraccapacità - definiti come acciaio, alluminio, carbone, vetro placcato e cemento - rappresentavano dal 20% al 25% del debito totale delle imprese alla fine del 2017 secondo l'FMI (cfr. grafico 4; la quota del debito zombie è stimata tra il 5% e il 9%). Quasi la metà di questo debito "zombie" è a carico delle imprese di Stato (FMI, 2017).



Le imprese "zombie" del settore privato sono le più vulnerabili al deterioramento della situazione. Ma le preoccupazioni circa il sostegno governativo delle imprese di Stato sono in aumento, soprattutto dopo il primo default offshore di un'impresa di Stato, il Qinghai Provincial Investment Group, nella Cina nord-occidentale dello scorso anno. Il cambiamento di politica in materia di salvataggio dimostra positivamente che le autorità cinesi stanno affrontando il problema del debito "zombie" a livello di imprese di Stato, in particolare a livello di governo centrale.

Le dinamiche del debito societario aumentano il rischio di un duro atterraggio dell'economia cinese

L'economia cinese sta rallentando come conseguenza della transizione dalla crescita guidata dalle esportazioni e dagli investimenti alla crescita interna guidata dai consumi. Tuttavia, anche la campagna di riduzione della leva finanziaria di Pechino e i dazi sulle importazioni statunitensi hanno il loro impatto. Per evitare un

atterraggio difficile, il governo ha tagliato le tasse e allentato la politica monetaria in modo mirato. Ciò ha attenuato la recessione, ma la crescita nel secondo trimestre è ancora rallentata al 6,2%, il ritmo più lento degli ultimi tre decenni. Inoltre, queste politiche per contrastare il rallentamento dell'economia hanno fatto sì che il debito delle imprese abbia iniziato a risalire a livelli record nel primo trimestre del 2019. Ciò sottolinea il limitato margine di manovra delle autorità per attutire il rallentamento economico a breve termine, in quanto aumenta i rischi a lungo termine per la stabilità finanziaria. Come negli Stati Uniti, l'elevato debito societario e il deterioramento della sua qualità potrebbero amplificare questa recessione, rendendo più complicato evitare un atterraggio difficile. Si noti che, mentre gli utili delle imprese private cinesi sono cresciuti del 6,6% su base annua nel periodo gennaio-maggio 2019, quelli delle imprese di Stato sono diminuiti del 9,7%. Il calo dei profitti potrebbe rendere più difficile il finanziamento, aumentare la sofferenza del debito, causare più licenziamenti e meno investimenti e, in quanto tale, potrebbe amplificare la recessione.

I settori più vulnerabili

I settori più vulnerabili in Cina sono i settori di sovraccapacità: acciaio, alluminio, carbone, vetro placcato e cemento, nonché l'edilizia e il settore immobiliare. I promotori immobiliari sono i più indebitati. Anche i produttori tradizionali e i settori coinvolti nella disputa commerciale USA-Cina sono direttamente esposti, poiché hanno difficoltà per ottenere accesso al credito. I beni intermedi e i beni strumentali sono i beni primari oggetto delle tariffe statunitensi, incidendo così su settori come i metalli, la plastica e i macchinari. Questi settori hanno visto diminuire le loro vendite negli Stati Uniti del 20-40%, mentre le vendite negli Stati Uniti sono aumentate del 12% nei settori che non sono interessati dalle tariffe.

Il debito privato rischia di amplificare gli effetti della guerra commerciale

Gli Stati Uniti e la Cina, le due maggiori economie mondiali, rimangono impegnati in una controversia commerciale che potrebbe destabilizzare le loro economie. L'evoluzione del debito privato potrebbe essere la goccia che fa traboccare il vaso. Essa amplifica i costi economici di una recessione attraverso l'elevato rischio di credito e la sofferenza delle imprese. Inoltre, i rischi associati rimangono elevati anche a fronte del sostegno governativo per attenuare le crisi in corso, in quanto l'accesso ai finanziamenti rimane costoso per le imprese con una scarsa qualità del credito.

I rischi che il debito privato pone in una fase di recessione sono in aumento, ma non è imminente una crisi derivante direttamente dal debito privato. In entrambi i paesi i rischi sono attenuati dal fatto che lo stock del debito delle imprese è denominato principalmente in valuta locale. Inoltre, il miglioramento delle finanze delle famiglie negli Stati Uniti potrebbe anche isolare l'economia da un forte rallentamento. In Cina, il graduale aumento dell'indebitamento delle famiglie potrebbe aumentare la vulnerabilità ai cicli economici e creditizi, ma finora il sostegno pubblico sta contribuendo a mitigare tale situazione. Ma proprio questo sostegno sta riportando il debito delle imprese su una traiettoria ascendente.

Greetje Frankena, principal economist
greetje.frankena@atradius.com
+31 20 553 2406

Dana Bodnar, economist
dana.bodnar@atradius.com
+31 20 553 3165

Bert Burger, senior economist
bert.burger@atradius.com
+31 20 553 2872

Se avete trovato utile questo aggiornamento economico, potete visitare il nostro sito www.atradius.com, dove troverete molte altre pubblicazioni Atradius dedicate all'economia globale, compresi i rapporti paese, analisi di settore, consigli in materia di gestione del credito e articoli su temi di attualità commerciale.

Segui Atradius
sui social media



Esonero di responsabilità

Il presente studio ha scopi puramente informativi e non deve essere interpretato come raccomandazione per lo svolgimento di specifiche operazioni, investimenti ovvero per l'adozione di particolari strategie. Il lettore deciderà autonomamente come interpretare le informazioni fornite, a fini commerciali o altro. Sebbene sia stato fatto ogni sforzo per garantire che le informazioni contenute in questa relazione siano affidabili, Atradius declina ogni responsabilità per eventuali errori o omissioni, ovvero per i risultati ottenuti sulla base di queste informazioni. Tutte le informazioni contenute nel presente documento sono fornite senza elaborazioni, senza garanzie di completezza, accuratezza, puntualità o per i risultati di un loro eventuale utilizzo, e senza garanzie di alcun tipo, implicite o esplicite. Atradius, i suoi partner o i rispettivi partner, agenti e dipendenti declinano ogni responsabilità nei confronti di chiunque per decisioni prese o azioni intraprese sulla base delle informazioni contenute nella presente relazione ovvero per danni indiretti, speciali o analoghi subiti, anche se a conoscenza della possibilità del verificarsi di tali danni.

Copyright Atradius N.V. 2019

Atradius N.V.
David Ricardostraat 1 – 1066 JS Amsterdam
Postbus 8982 – 1006 JD Amsterdam
The Netherlands
Phone: +31 20 553 9111

info@atradius.com
www.atradius.com