**T. Rowe Price: Ci dobbiamo preoccupare per l'aumento del debito pubblico?**

A cura di **Thomas Kasanin, Fixed Income Credit Analyst,** e **Ivan Morozov, Sovereign Analyst, T. Rowe Price**

I debiti contratti per sostenere le economie durante la crisi finanziaria globale e la pandemia hanno spinto ai massimi storici il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo (Pil) dei Paesi sviluppati, che, attualmente, è in media di poco superiore al 100%. Alcune aste dei Treasury non particolarmente brillanti e le elezioni in Francia, Regno Unito e Stati Uniti hanno fatto aumentare l’attenzione sulla sostenibilità del debito. **I ricercatori hanno tentato di individuare una soglia del rapporto debito pubblico/Pil che porterebbe alla dominanza fiscale**, ovvero il momento in cui il debito e il deficit di un Paese diventano talmente grandi da ostacolare la capacità della politica monetaria di controllare efficacemente l'inflazione. L'Unione europea ha istituito regole di bilancio per gli Stati membri che richiedono un rapporto debito pubblico/Pil inferiore al 60%. Al contrario, il gruppo Penn Wharton Budget ha stimato che il 200% sia la soglia probabile per gli Stati Uniti.

I Paesi più vulnerabili
Abbiamo analizzato le dinamiche del debito dei Paesi sviluppati in diversi modi per determinare quali Paesi sembrano più a rischio.I dati sul debito pubblico in rapporto al Pil forniscono una panoramica di quali economie potrebbero avere un debito eccessivo. Diversi Paesi sviluppati hanno rapporti debito/Pil superiori al 100%, in particolare il Giappone, con oltre il 250%, il livello più alto al mondo. **Italia, Stati Uniti e Francia hanno rapporti superiori al 110%.**

Il rapporto tra tassi d’interesse reali e tassi di crescita reali influenza la capacità di un'economia di contenere il debito, in base al saldo primario del Paese. **L'Italia sembra essere oggetto delle maggiori pressioni per contenere il proprio saldo fiscale, a causa del suo tasso di crescita strutturalmente basso e dei tassi d’interesse di mercato più elevati**. **Anche il Regno Unito e la Francia hanno tassi d’interesse reali più alti dei tassi di crescita reali**, mettendo in luce uno dei rischi dell'aumento del debito.In assenza di dinamiche di supporto a livello di crescita e tassi d'interesse, **i deficit fiscali accresceranno i livelli di debito. Stati Uniti, Giappone, Italia, Francia e Regno Unito registrano deficit fiscali significativi:** a guidare il gruppo è il deficit, pari all'8,8% del Pil, degli USA.



Spese per interessi in prospettiva
Abbiamo moltiplicato il rapporto debito/Pil di ciascun Paese per il rendimento prevalente dei titoli di Stato a dieci anni, come proxy degli effetti della spesa futura per interessi sul debito del Paese; ciò presuppone che tutto il debito in essere venga rinnovato al tasso di mercato prevalente e che il livello del debito non registri variazioni. Secondo questo parametro, **Stati Uniti, Regno Unito e Italia subiranno un notevole freno a causa della spesa per interessi.**

Il contesto dei bassi tassi d'interesse che ha prevalso nell'ultimo decennio, assieme alla lunga scadenza del debito emesso, ha assicurato ai governi il tempo per fare i conti con rapporti d’indebitamento pubblico molto elevati. **La sostenibilità del debito non è quindi un problema urgente al momento, nonostante la nostra previsione di un continuo aumento del debito.**

Poiché i governi rifinanziano il debito in scadenza a tassi più elevati, **le spese per interessi aumenteranno. Questo non avrà un impatto immediato, ma, se non cambierà nulla, si accumuleranno interessi più alti e deficit significativi.** Quest’impatto sarebbe ancora più consistente se i tassi d’interesse reali dovessero aumentare. A nostro giudizio, l'incertezza sui tassi d’interesse futuri potrebbe generare un’assenza di prudenza fiscale, considerato che i Paesi non sembrano avere fretta nell’affrontare gli elevati deficit fiscali.

Come stabilizzare i rapporti debito/Pil
**Gli scenari più probabili** che i governi nei Paesi sviluppati perseguirebbero **per affrontare l'aumento del debito pubblico sono due: il consolidamento fiscale, e una combinazione d’inflazione e repressione finanziaria.** Il consolidamento fiscale, tramite la riduzione della spesa pubblica, l'aumento delle tasse o entrambe le cose, potrebbe costituire un'opzione per questi Paesi vulnerabili, considerato che gli adeguamenti richiesti rimangono modesti. Il consolidamento fiscale è però difficile. Cosa occorre fare per implementarlo con successo? Gli elettori dovrebbero comprendere chiaramente perché politiche fiscali prudenti sono importanti. Occorrerebbero, inoltre, un piano a medio termine, con limiti vincolanti e altre regole fiscali, e piani specifici per le sorprese al rialzo e al ribasso in termini di crescita.

Quando gli sforzi a livello di consolidamento fiscale non hanno successo o sono infattibili, i governi possono anche affrontare il rispettivo debito interno (in valuta locale) attraverso l’inflazione e la repressione finanziaria. Livelli elevati d’inflazione riducono il valore futuro del debito corrente, rendendo il debito più gestibile. Politiche come il quantitative easing, il controllo della curva dei rendimenti, riserve bancarie o requisiti di liquidità in grado di incanalare indirettamente fondi per il governo (a tassi inferiori a quelli di mercato), possono aiutare i Paesi a stabilizzare i livelli di debito.

Motivazione ad agire
Cosa potrebbe spingere i governi ad agire? Se le pressioni dei mercati dovessero tradursi in un fallimento delle aste del debito pubblico, o se si verificasse un'evaporazione della liquidità dai mercati secondari o un aumento degli spread del credito sovrano, aumenterebbe la probabilità che un Paese assuma provvedimenti per stabilizzare i propri debiti. **A nostro giudizio, è verosimile che, per il momento, Usa, Regno Unito e Giappone continuino a perseguire politiche fiscali allentate**, considerato che i rischi di sostenibilità del loro debito non sono immediati.

**Francia e Italia sono i Paesi che, con più probabilità, s’impegneranno per graduali riduzioni del deficit, influenzati dalle regole fiscali dell'Eurozona e dalla politica monetaria implementata su scala paneuropea.** Tuttavia, il neoeletto “Parlamento sospeso” in Francia potrebbe rendere le decisioni di bilancio più controverse, mettendo a rischio una politica fiscale prudente. **Nel medio termine, individuiamo una maggiore probabilità di picchi d'inflazione e di repressione finanziaria negli USA, nel Regno Unito e in Giappone**, laddove aumentassero i rischi di sostenibilità del debito.

Implicazioni per gli investimenti
I notevoli livelli d’indebitamento rispetto al Pil di una selezione di Paesi sviluppati costituiscono una crescente preoccupazione, ma non è necessario affrontare immediatamente il problema. **Se i governi dovessero scegliere il consolidamento fiscale**, una chiara implicazione sarebbe un freno fiscale alla crescita per i prossimi anni, che genera una pressione disinflazionistica. **Ciò consentirebbe di ridurre i tassi e creerebbe opportunità in relazione al debito nazionale di un Paese**, in quanto queste posizioni potrebbero essere interessanti in un contesto di calo dei rendimenti. **Di contro, la valuta del Paese potrebbe perdere valore.**

**Se i governi scegliessero la repressione finanziaria e l'inflazione, una probabile reazione consisterebbe in un’inflazione elevata e volatile**. Questo processo per affrontare la stabilità del debito si svilupperebbe in due fasi: nella prima fase, **un'inflazione elevata provocherebbe un aumento dei tassi a lungo termine. In questo caso, cercheremmo delle opportunità per sfruttare la maggiore inclinazione della curva dei rendimenti.** Anche **le obbligazioni indicizzate all'inflazione potrebbero essere interessanti.** Nella seconda fase di questa strategia, al fine di migliorare la sostenibilità del debito, **il rialzo dei tassi di mercato potrebbe incoraggiare i funzionari a implementare misure di repressione finanziaria per ridurre i tassi**.