

Swiss Finance Institute Roundups

Navigare nel mondo del debito sovrano

Editoriale



Il panorama del debito sovrano è in rapida evoluzione, plasmato da precedenti storici, cambiamenti macroeconomici e sviluppi geopolitici. Mentre le nazioni sono alle prese con livelli di debito senza precedenti, le istituzioni finanziarie, i responsabili delle politiche e gli investitori devono navigare in una complessa rete di rischi, opportunità e implicazioni a lungo termine. Questo Roundup SFI presenta le riflessioni di esperti accademici e professionisti sulle complessità del debito sovrano. Dalle fondamenta storiche del prestito sovrano alle sfide contemporanee della sostenibilità del debito, i partecipanti esplorano temi critici quali la ristrutturazione del debito, la liquidità del mercato e il ruolo dei fondi sovrani. La discussione si estende all'impatto dell'inflazione, alle politiche delle banche centrali e al ruolo crescente dei creditori privati nel definire i negoziati sul debito.

Vi auguriamo una lettura informativa e stimolante.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'F. Degeorge', with a long horizontal line underneath.

Prof. François Degeorge
Managing Director

Collaboratori



Juerg Adamek

Juerg Adamek è vicecapo delle istituzioni finanziarie internazionali presso la Segreteria di Stato per le Questioni Finanziarie Internazionali. In precedenza è stato consulente del Fondo Monetario Internazionale (FMI) e *visiting scholar* alla Columbia University. Le sue principali aree di lavoro sono l'architettura finanziaria internazionale, il debito sovrano e le questioni legate all'FMI. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia presso l'Università di Berna.



Andreas Müller

Andreas Müller è membro della Facoltà SFI e professore assistente di Economia internazionale presso l'Università di Basilea. Prima della sua attuale posizione, è stato affiliato all'Università di Oslo e all'Università di Essex. I suoi principali interessi di ricerca riguardano la macroeconomia, la finanza pubblica e l'economia politica. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia presso l'Università di Zurigo.



Michel Habib

Michel Habib è membro della Facoltà SFI e professore di Finanza all'Università di Zurigo. Prima di entrare all'Università di Zurigo, è stato professore associato alla London Business School e *visiting professor* all'Università di Losanna. I suoi attuali interessi di ricerca includono il debito sovrano e le crisi finanziarie. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Finanza presso l'Università della Pennsylvania.



Steven Ongena

Steven Ongena è Senior Chair SFI e professore di Studi Bancari all'Università di Zurigo. Consulente di ricerca per diverse banche centrali europee, ha ricevuto numerosi riconoscimenti. La sua ricerca si concentra sull'intermediazione finanziaria empirica e sull'econometria finanziaria applicata. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia presso l'Università dell'Oregon.



Frederick Mellors

Frederick Mellors è co-responsabile del Cross Asset e responsabile delle strategie a reddito fisso presso il Chief Investment Office of Wealth Management di UBS. Negli ultimi 25 anni ha dedicato la sua carriera alla gestione di portafogli nel settore del reddito fisso e all'analisi dei mercati globali. Prima di entrare in UBS 20 anni fa, ha lavorato in Australia per Principal Global Investors, ANZ e Citi. Ha conseguito una laurea in Scienze attuariali e una in Commercio, entrambe presso l'Australian National University.

Aprile 2025 (interviste del febbraio 2025 e dati del marzo 2025)

Questa versione è una traduzione della versione originale in inglese. La versione originale è disponibile su sfi.ch/rndp-sd25

Origini ed evoluzione

Quali eventi storici hanno plasmato i mercati del debito sovrano?

► **Frederik Mellors:** Sin dai tempi dell'Antica Grecia la storia è piena di testimonianze di governi che chiedono prestiti ai propri cittadini. Tuttavia l'origine dei moderni mercati del debito sovrano può essere collocata nella prima metà del XIX secolo. Dopo la sconfitta di Napoleone da parte dell'Impero britannico, Londra divenne il principale centro finanziario europeo, superando Amsterdam, Parigi e San Pietroburgo. In questo periodo, la dinastia Rothschild utilizzò la sua vasta rete bancaria europea per emettere obbligazioni sovrane in varie valute europee, assicurando che gli interessi potessero essere richiesti e rimborsati in diverse capitali europee. Questo strumento innovativo, simile agli Eurobond, oggi largamente usati, permetteva ai governi di raccogliere fondi a livello internazionale, consentendo ai loro creditori di essere pagati in diversi Paesi, proteggendoli così dalle ripercussioni di una nuova guerra.

► **Juerg Adamek:** Da una prospettiva più recente, gli ultimi 80 anni hanno visto diversi importanti sviluppi, in particolare per quanto riguarda la gestione delle difficoltà del debito sovrano. Nel 1944 è stato creato il Fondo Monetario Internazionale (FMI) per incoraggiare la cooperazione monetaria globale e garantire la stabilità del sistema monetario e finanziario internazionale. Oltre a fornire consulenza politica e assistenza tecnica, l'FMI funge da prestatore ai Paesi membri che hanno problemi di bilancia dei pagamenti, con un ammontare attuale di prestiti di circa 140 miliardi di dollari. Il ripristino della redditività esterna, compresa la sostenibilità del debito, è l'obiettivo principale dei programmi dell'FMI. Poiché l'FMI può concedere prestiti solo ai membri il cui debito è sostenibile, il trattamento del debito è necessario quando i membri con un debito insostenibile chiedono un programma sostenuto dall'FMI. Nel 1956 è stato istituito il Club di Parigi, un gruppo informale dei principali Paesi creditori. Attualmente il Club di Parigi conta 22 membri permanenti, tra cui la Svizzera, e ha raggiunto quasi 500 accordi con oltre 100 Paesi, per un ammontare di oltre 615 miliardi di dollari di debito. Il Club di Parigi opera in base a sei principi guida che definiscono le modalità di ristrutturazione del debito: solidarietà, consenso, condivisione delle informazioni, valutazione caso per caso, condizionalità e comparabilità di trattamento. Analogamente, il Club di Londra, un gruppo informale del settore privato, è stato costituito nel 1976 per rappresentare i creditori privati, in particolare le banche commerciali, che affrontano le questioni relative ai mutuatari sovrani. Negli anni '80 sono stati creati i *Brady bond*, che hanno trasformato i prestiti delle banche commerciali di diversi Paesi

latinoamericani in titoli standardizzati, che potevano essere scambiati a livello internazionale. I *Brady bond*, che fornivano garanzie ai creditori e benefici per la diversificazione del portafoglio, sono diventati la base per le obbligazioni sovrane emesse a livello internazionale. Negli anni '90 si è assistito a un aumento del numero e della diversità dei prestatori e dei mutuatari, che ha portato a una maggiore adozione di disposizioni contrattuali rafforzate, in particolare di Clausole di Azione Collettiva (*Collective Action Clauses* – CAC) per impedire a una minoranza di obbligazionisti di ostacolare la ristrutturazione del debito. La crisi del debito nell'Eurozona, che ha raggiunto l'apice tra il 2010 e il 2012, ha ulteriormente alimentato l'interesse per il debito sovrano. I cambiamenti che ne sono derivati comprendono l'introduzione delle CAC per tutti i titoli di Stato appena emessi dai Paesi membri dell'Eurozona a partire dal 2013. Infine, nel 2020, il Club di Parigi e i membri del G20 hanno istituito una struttura comune per promuovere un trattamento efficace del debito per Paesi a basso reddito in difficoltà, con un'ampia partecipazione dei creditori, compresi i prestatori privati.

In cosa si differenzia il debito sovrano dal debito privato?

► **Michel Habib** I governi hanno a disposizione strumenti che le imprese e i nuclei familiari non hanno. In primo luogo, i governi hanno il potere di imporre tasse, ottenendo così risorse che possono essere utilizzate per il servizio del debito. In secondo luogo, hanno la capacità (limitata) di influenzare l'inflazione, riducendo così il valore reale del debito da rimborsare. Lo scomparso presidente della Citicorp Walter Wriston, probabilmente il banchiere più importante degli anni '70, ha affermato notoriamente che "i Paesi non falliscono". Sebbene ciò non sia proprio vero, come dimostra la lunga storia dei *default* sovrani, la citazione di Wriston evidenzia la natura unica dei mutuatari sovrani.

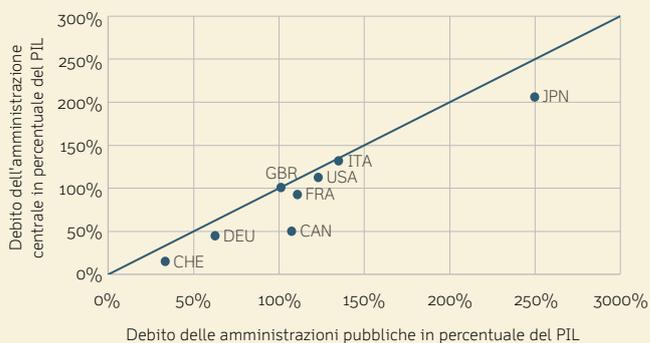
► **Andreas Müller:** Un'altra differenza fondamentale è che il debito sovrano non è garantito, mentre il debito delle imprese e dei nuclei familiari è solitamente assistito da garanzie. Inoltre, il debito sovrano è spesso finanziato a livello internazionale. Far rispettare i contratti tra i vari Paesi è quasi impossibile, poiché nessun tribunale nazionale può confermarli. La difficoltà di ottenere una sentenza da parte di un tribunale può influire sulla volontà del governo di onorare un contratto di debito aumentando le tasse o riducendo la spesa pubblica. I creditori prevedono la probabilità di questi esiti negativi – quando il governo non riesce a rispettare gli obblighi finanziari inizialmente previsti – e calcolano questo rischio nei tassi di interesse sul debito sovrano.

Cosa spinge un governo a perseguire la ristrutturazione del debito?

► **Steven Ongena:** La ristrutturazione del debito, in quanto strumento, non è intrinsecamente negativa. Sebbene si verifichi generalmente in periodi caotici e turbolenti, dovrebbe essere considerata come una buona soluzione di "seconda scelta", poiché spesso è l'unica strada percorribile. Si stima che l'Accordo sul debito di Londra del 1953, che ha ridotto in modo sostanziale le riparazioni di guerra che la Germania doveva pagare e ha allungato i tempi di rimborso, abbia favorito l'ascesa della Germania come potenza economica. Iniziative simili, come quelle del Club di Parigi e del Piano Brady, sono spesso riconosciute per aver stabilizzato l'inflazione, abbassato i tassi di interesse e creato opportunità di investimento pubblico.

► **Andreas Müller:** Dobbiamo distinguere tra ristrutturazione del debito "preventiva", che avviene prima del mancato pagamento, e ristrutturazione "post-default", che avviene dopo. La ristrutturazione preventiva tende a essere più rapida e meno dolorosa per il governo. In entrambi gli scenari, la ristrutturazione contribuisce a ridurre la percezione del rischio, i tassi di interesse e la probabilità di essere esclusi dai mercati finanziari. Inoltre, gli interventi delle principali agenzie finanziarie spesso consentono al governo di attuare le necessarie riforme strutturali che il processo politico potrebbe contrastare in circostanze normali.

Debito dell'amministrazione centrale e generale in percentuale del PIL



Nota: Questa figura mostra il debito delle amministrazioni centrali e il debito delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL per i Paesi del G7 e per la Svizzera nel 2023. Il debito delle amministrazioni centrali si riferisce all'importo totale del debito emesso dalle amministrazioni centrali. Il debito delle amministrazioni pubbliche si riferisce all'importo totale dei debiti emessi dalle amministrazioni pubbliche (compresi i livelli centrale, statale e locale).

Fonte: Fondo Monetario Internazionale (FMI)



In che modo le tendenze dei mercati finanziari globali hanno influenzato il mercato del debito sovrano?

► **Michel Habib:** La maggiore liquidità dei mercati e la loro crescente integrazione hanno semplificato notevolmente l'indebitamento dei Paesi. Se da un lato questo sviluppo è stato per molti aspetti vantaggioso, dall'altro ha contribuito agli alti livelli di indebitamento attuali. Con l'aumento dei tassi di interesse, è cresciuta la preoccupazione per questi alti livelli di indebitamento, spingendo molti governi ad aumentare le tasse e a tagliare le spese.

► **Juerg Adamek:** Negli ultimi due decenni, il panorama del debito sovrano è cambiato in modo significativo per le economie in via di sviluppo. L'ascesa delle economie emergenti – in particolare della Cina – come creditori ufficiali bilaterali, ha ridotto notevolmente l'importanza del Club di Parigi. Anche il ruolo crescente dei creditori commerciali ha trasformato il mercato. La diversità degli strumenti è aumentata, come dimostra il maggiore ricorso odierno alle obbligazioni anziché ai prestiti. L'interazione di questi fattori ha reso più complesso il panorama del debito sovrano. Nel frattempo, la trasparenza rimane un problema. Mentre le informazioni generali sul debito a livello di governo centrale sono spesso accessibili, esse diventano più opache se si cercano dati, per esempio, sui prestiti sovrani, sul debito subnazionale o sui prestiti delle imprese statali. Questa mancanza di trasparenza ostacola l'analisi e il processo decisionale dei responsabili politici, delle autorità governative e delle organizzazioni internazionali, nonché dei creditori, aumentando così il loro rischio.

► **Frederik Mellors:** Nella storia recente, la tendenza più significativa è stata l'aumento dell'uso delle politiche di bilancio da parte di grandi banche centrali come la Banca Centrale Europea, la Banca del Giappone e la Federal Reserve degli Stati Uniti, che hanno introdotto il "*quantitative easing*" dopo la Grande Crisi Finanziaria. Questa consistente iniezione di liquidità ha di fatto abbassato i tassi di interesse delle obbligazioni sovrane lungo tutta la curva dei rendimenti, incoraggiando i governi a contrarre prestiti "gratuiti" e spingendo gli investitori a cercare rendimento nei mercati emergenti del debito sovrano. Con l'impennata dell'inflazione alla fine del 2021 e all'inizio del 2022, le banche centrali hanno alzato significativamente i tassi di politica monetaria per contenere l'inflazione, con conseguente impennata dei tassi di prestito dei titoli sovrani. Data l'ampia struttura delle scadenze dei prestiti sovrani, abbiamo assistito a una serie di emittenti sovrani in difficoltà che hanno cercato di ristrutturare rapidamente i loro prestiti. Con i tassi di interesse ancora elevati, si prevedono ulteriori sfide con l'avvicinarsi di scadenze importanti, e l'aumento del costo del debito inciderà ulteriormente sulla sostenibilità fiscale.

Le caratteristiche principali

Qual è la differenza tra debito sovrano e obbligazioni sovrane?

► **Steven Ongena:** Il debito sovrano comprende sia prestiti sia obbligazioni. I prestiti sono solitamente finanziati direttamente da banche e investitori istituzionali, mentre le obbligazioni sono emesse e scambiate sui mercati finanziari, dove diversi investitori possono detenerle. Il debito sovrano è molto ampio e può essere emesso a livello nazionale, statale o comunale. Una parte significativa di questo debito può essere intragovernativa, con un ramo del governo che deve denaro a un altro. Infine, lo spettro delle scadenze varia notevolmente. Negli Stati Uniti, i Treasury Bills hanno solitamente una scadenza di un anno o meno, le Treasury Notes hanno scadenze che vanno dai due ai dieci anni, mentre i Treasury Bonds hanno scadenze superiori ai dieci anni.

► **Frederik Mellors:** Il mercato delle obbligazioni sovrane rappresenta la parte visibile dell'iceberg del debito sovrano, mentre i prestiti sovrani rappresentano la parte meno visibile. Esistono sfumature tra obbligazioni e prestiti in termini di prezzi e liquidità. Tuttavia, poiché il mutuatario rimane lo stesso, il debito sovrano e le obbligazioni sovrane sono sostanzialmente equivalenti. Se si verifica un problema per un prestatore, l'intero mercato ne risente.

Quali sono le principali caratteristiche di un'obbligazione sovrana?

► **Michel Habib:** La caratteristica più evidente è che il debitore è un'entità pubblica piuttosto che privata, con status giuridici diversi. Per esempio, non esistono procedure fallimentari per gli Stati, mentre esistono ovviamente per le società. Anche lo status fiscale può essere diverso: negli Stati Uniti, per esempio, i pagamenti degli interessi sulle obbligazioni municipali sono generalmente esenti da imposte. Infine, ma non meno importante, c'è la dimensione: nella maggior parte delle economie sviluppate il numero di titoli di Stato in circolazione è di gran lunga superiore a quello delle obbligazioni societarie.

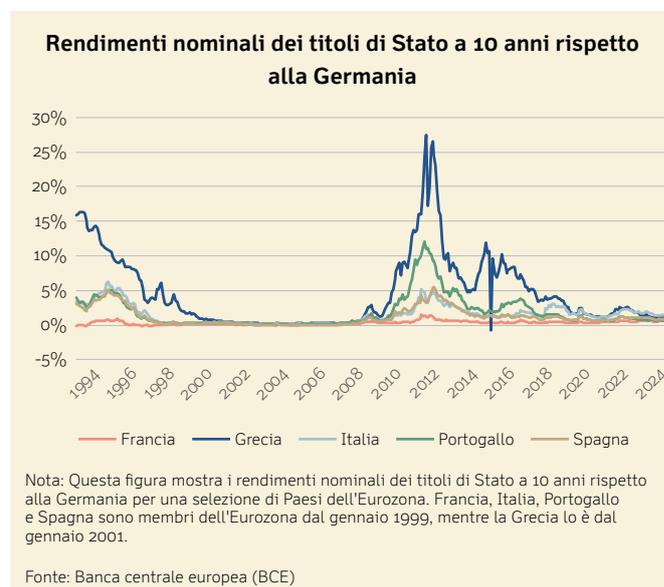
Quali sono i principali fattori che influenzano i rendimenti delle obbligazioni sovrane?

► **Frederik Mellors:** La risposta breve riguarda fattori macroeconomici come la crescita economica, l'inflazione, la salute fiscale e l'affidabilità creditizia. Molti altri elementi possono causare fluttuazioni nei rendimenti dei titoli sovrani, tra cui le politiche monetarie, i tassi di interesse delle banche centrali, le condizioni finanziarie globali e la stabilità politica e sociale complessiva del Paese. È inoltre fondamentale considerare se il

debito sia stato emesso in valuta locale o estera. Quando le obbligazioni sono emesse in valuta estera, come spesso accade nelle economie emergenti, i rischi valutari diventano importanti; l'accesso del Paese alla valuta in cui ha contratto il prestito diventa un elemento da considerare.

► **Steven Ongena:** Inizialmente il rendimento corrisponde al tasso di interesse nominale indicato sull'obbligazione al momento dell'emissione. Tale tasso riflette i rischi associati al titolo sovrano, oltre alle variazioni tipiche del tasso dovute a fattori quali la scadenza e il piano cedolare dell'obbligazione. Se il tasso di interesse nominale è stimato con precisione, le obbligazioni saranno acquistate interamente al momento dell'emissione. Qualsiasi scostamento significativo dal tasso di interesse nominale "ottimale" indica che il governo sta pagando un tasso troppo alto oppure non riesce a garantire il previsto finanziamento del capitale. Nel corso del tempo, mentre il tasso di interesse nominale rimane invariato, il rendimento complessivo varia in base alle fluttuazioni del prezzo dell'obbligazione. Queste variazioni del prezzo sono influenzate dalla domanda del mercato, dalla liquidità e dallo stato di salute del Paese.

► **Juerg Adamek:** Le considerazioni sul rischio sono ampie e complesse. Il rischio di credito è ovviamente una considerazione importante. Un interessante aneddoto storico a questo proposito è il fatto che, al momento dell'introduzione dell'euro, abbiamo notato una convergenza significativa dei rendimenti obbligazionari



dei Paesi interessati. Tuttavia, questa convergenza è scomparsa alla fine del 2008, quando i differenziali di rendimento di Grecia, Portogallo e Spagna, sono improvvisamente aumentati rispetto alla Germania, la qual cosa suggerisce che il mercato aveva trascurato i rischi specifici dei Paesi per quasi un decennio. Questo esempio sottolinea la complessità della valutazione dei rischi e della determinazione dei prezzi.

In che modo i tassi di politica monetaria delle banche centrali differiscono dai rendimenti dei titoli sovrani?

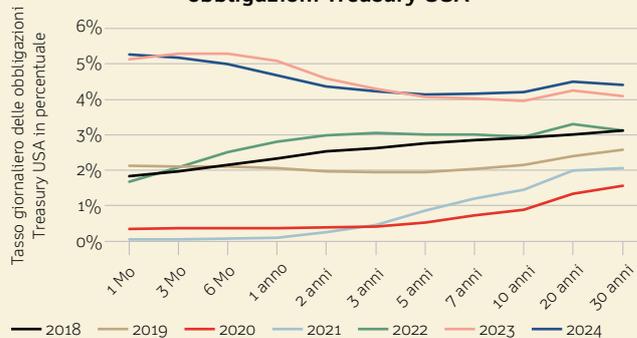
► **Michel Habib:** I tassi di politica monetaria delle banche centrali sono tassi a breve termine che possono essere modificati più volte all'anno e sono fissati direttamente dalle banche centrali. I rendimenti dei titoli sovrani, invece, si estendono per periodi molto più lunghi e sono determinati principalmente dagli investitori. Sebbene le banche centrali possano influenzare, e in effetti influenzano, i rendimenti dei titoli sovrani, lo fanno solo indirettamente, per un periodo di tempo limitato e in misura limitata.

► **Frederik Mellors:** Una banca centrale stabilisce un obiettivo di tasso di politica monetaria a breve termine. La Federal Reserve statunitense, per esempio, gestisce due distinti tassi *overnight*: il tasso di interesse sui saldi di riserva, che rappresenta il limite superiore, e il tasso sui contratti *overnight reverse repo*, che funge da limite inferiore. All'interno di questo corridoio di tassi fissati dalla Fed, i prestiti bancari *overnight* determinano il tasso sui *federal funds*. Il tasso *overnight* dei *federal funds* viene poi proiettato nel futuro, in base alle aspettative del mercato sulle politiche monetarie. Anche i rendimenti delle obbligazioni sovrane, essendo tassi a lungo termine, sono influenzati da considerazioni macroeconomiche. Tuttavia, altri fattori come le politiche fiscali, lo stato di salute del Paese, l'offerta e la domanda, i premi di durata e di liquidità influenzano la loro posizione rispetto alle aspettative dei tassi *overnight*. Il tasso dei *federal funds* e i rendimenti dei titoli sovrani sono interconnessi e spesso si muovono insieme. Tuttavia, ci sono casi in cui divergono, come è evidente oggi, cosa che segnala la preoccupazione del mercato per le politiche fiscali degli Stati Uniti.

Quali spunti possiamo trarre dalle curve dei rendimenti?

► **Frederik Mellors:** Le curve dei rendimenti sono simili alle previsioni del tempo: possono fornire informazioni cruciali sulla direzione futura che potrebbe prendere un'economia. La forma della curva dipende da vari fattori, tra cui la direzione prevista per i futuri tassi di politica monetaria, che fornisce indicazioni sulla crescita e sull'inflazione, il premio a termine, ovvero il rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per detenere attività a tasso fisso più a lungo termine, e fattori tecnici dovuti alla domanda e all'offerta. Una curva inclinata verso l'alto, in cui i tassi aumentano per scadenze più lunghe, indica un'economia che potrebbe aver toccato il fondo e per la quale la crescita è destinata ad aumentare man mano che va avanti. Al contrario, una curva invertita suggerisce un'economia con una politica monetaria restrittiva e una crescita potenzialmente più lenta in futuro.

Tassi giornalieri della curva dei rendimenti delle obbligazioni Treasury USA



Nota: Questa figura mostra i tassi giornalieri della curva dei rendimenti alla pari delle obbligazioni Treasury USA per una selezione di scadenze tra il 2018 e il 2024.

Fonte: Treasury USA

Quali sono le differenze tra scadenza e durata finanziaria?

► **Michel Habib:** La scadenza è il tempo che intercorre tra oggi e il rimborso del flusso di cassa finale. La durata si riferisce alla durata media dei flussi di cassa che compongono l'obbligazione; viene utilizzata per misurare il periodo di tempo medio durante il quale i flussi di cassa dell'obbligazione sono esposti alle variazioni dei tassi di interesse. In relazione a ciò, la durata modificata misura la sensibilità dei prezzi delle obbligazioni a tali variazioni. Nel caso di un'obbligazione *zero-coupon*, la scadenza e la durata sono identiche ed entrambe sono misurate in anni. Le fluttuazioni dei prezzi sono comuni nel mercato obbligazionario, anche per le obbligazioni "prive di rischio". Consideriamo, per esempio, un

titolo di Stato svizzero emesso nel 1999 con un valore nominale di 100 franchi svizzeri e una cedola del 4%, con scadenza nel 2049. Come la maggior parte delle obbligazioni, è stato probabilmente emesso alla pari o molto vicino alla pari, ma attualmente viene scambiato a circa 180 franchi, con un aumento di prezzo dell'80%, a causa del drastico calo dei tassi di interesse dall'inizio del secolo fino a poco tempo fa. Investire nel mercato delle obbligazioni sovrane può quindi esporre a notevoli fluttuazioni nel prezzo, nonostante l'assenza di rischio di credito nel caso di Paesi come la Svizzera.

Quali sono i principali rischi che corrono gli obbligazionisti sovrani?

► **Frederik Mellors:** Esistono numerosi rischi. Il principale è il rischio di credito, che può essere suddiviso in rischio di *default* e rischio di *spread*. Per *default* si intende il mancato pagamento di una cedola o dell'intero capitale da parte del mutuatario. Il rischio di *spread* si riferisce alle fluttuazioni del valore di mercato del titolo dovute alla diversa percezione del rischio di *default*. Anche il rischio del tasso di interesse può causare la fluttuazione dei prezzi delle obbligazioni. La repressione finanziaria, quando i governi limitano i tassi di interesse e fanno sì che i prestatori ricevano rendimenti inferiori ai livelli del libero mercato, deve

essere presa in considerazione, così come la liquidità, che può avere un impatto sui prezzi di mercato quando l'incertezza e le condizioni di finanziamento diventano limitate. Michael Milken, un importante trader di titoli spazzatura degli anni '70 e '80, ha dichiarato: "La liquidità è un'illusione. È sempre presente quando non ne hai bisogno e raramente quando ne hai bisogno". Infine, i risparmiatori e i mutuatari che operano in valute diverse dalla propria possono incorrere in rischi di cambio.

► **Andreas Müller:** I governi sono mutuatari meritevoli di credito a livello globale. Tuttavia, l'inflazione rappresenta un rischio, indipendentemente dal governo. Sebbene i mercati finanziari offrano soluzioni di copertura contro l'inflazione, il *default* e i potenziali rischi di cambio, queste assicurazioni comportano dei costi e possono essere imperfette. I titoli di Stato decennali emessi in valuta locale variano attualmente dallo 0,8% per la Svizzera, al 3,7% per la Grecia, al 4,2% per gli Stati Uniti e fino al 14,9% per il Brasile, cosa che riflette, tra gli altri fattori, le aspettative di inflazione. I prestatori devono comprendere lo spettro dei rischi in gioco e calcolare quanto sono disposti ad accettare. Numerosi operatori di mercato, soprattutto nei mercati delle obbligazioni sovrane quotate in borsa, fanno sì che i prezzi riflettano le aspettative.



Gli aspetti tecnici

In che modo le incertezze finanziarie e politiche influenzano i tassi di interesse dei titoli sovrani?

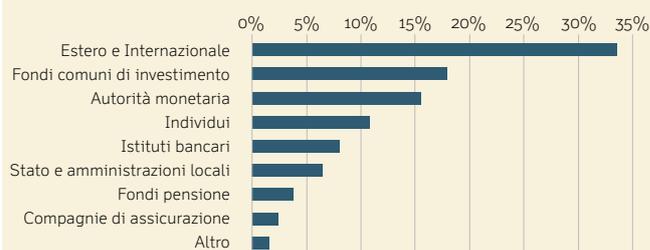
► **Michel Habib:** Gli sviluppi finanziari e politici influiscono sul prezzo di un'obbligazione, e quindi sul suo rendimento, nella misura in cui influenzano la probabilità di rimborso o il tasso di interesse utilizzato per attualizzare i pagamenti delle cedole e il rimborso del capitale. Ciò rende i rendimenti obbligazionari strumenti di comunicazione estremamente importanti. Per esempio, il fatto che oggi, rispetto a qualche anno fa, il rendimento delle obbligazioni greche sia molto più vicino a quello delle obbligazioni tedesche indica che gli investitori ritengono, a torto o a ragione, che la Grecia abbia fatto notevoli passi avanti verso la sostenibilità del debito. Altrimenti potrebbe suggerire che la Germania sta affrontando tempi turbolenti a causa della sua attuale situazione politica ed economica.

► **Andreas Müller:** Quando si considerano le incertezze politiche, entrano in gioco diversi fattori. In primo luogo, il ciclo del ricambio politico influisce notevolmente sulla situazione, soprattutto durante le elezioni lampo, quando la maggioranza può passare da un partito all'altro. In secondo luogo, quando il governo fatica ad approvare un bilancio, sorge l'incertezza se le spese saranno coperte da aumenti delle tasse o da prestiti, o se potrebbe verificarsi uno *shutdown* o un default. Infine, la ricerca indica che anche il "colore" politico di un governo in carica influisce sull'emissione del debito sovrano. Ironicamente, in tempi normali i governi di destra tendono ad accumulare debito più rapidamente di quelli di sinistra.

Chi sono i principali finanziatori nel mercato del debito sovrano?

► **Frederik Mellors:** All'interno del mercato del debito sovrano operano tre gruppi distinti: gli investitori istituzionali, che adottano strategie *buy-and-hold*, le banche centrali, che entrano ed escono dal mercato per gestire l'inflazione e la liquidità attraverso i loro bilanci, e i fondi sovrani con diversi obiettivi, che vanno da considerazioni geopolitiche a tassi di cambio mirati, oltre a investimenti a lungo termine. Il congelamento di 300 miliardi di dollari nelle riserve della banca centrale russa, dopo che la Russia ha invaso l'Ucraina nel 2022, ha cambiato le dinamiche per tutti i partecipanti, ma in particolare per gli investitori del settore ufficiale. Alcuni hanno gradualmente cercato di diversificare la loro esposizione al dollaro USA, trasferendosi in attività come l'oro o partecipazioni non in dollari e non in euro, per mitigare la loro esposizione a potenziali sanzioni.

Detentori di obbligazioni Treasury USA



Nota: Questa figura mostra la struttura dei detentori di obbligazioni Treasury USA al terzo trimestre del 2024.

Fonte: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

Quali sono i meccanismi che permettono alle obbligazioni sovrane, che sono essenzialmente emesse senza garanzie, di funzionare come strumenti altamente liquidi desiderati dagli investitori?

► **Michel Habib:** La liquidità, ovvero la capacità di effettuare grandi scambi con piccole variazioni di prezzo, dipende sia dalle informazioni sia dalle dimensioni. Le obbligazioni spazzatura sono meno liquide delle obbligazioni *investment grade*, perché in genere c'è più incertezza sul valore delle obbligazioni spazzatura; le obbligazioni dei Paesi piccoli sono generalmente meno liquide di quelle dei Paesi grandi, perché un'operazione di una certa entità rappresenterà una frazione maggiore delle obbligazioni in circolazione del Paese piccolo. Il merito creditizio di un Paese aumenta la liquidità diminuendo l'incertezza sulla capacità del Paese di coprire il proprio debito; lo stesso vale per la standardizzazione, che aumenta le dimensioni, come per esempio nel caso di una moneta comune come l'euro.

Perché i governi per affrontare gli squilibri fiscali scelgono di emettere debito invece di aumentare le tasse o tagliare la spesa?

► **Frederik Mellors:** Come ogni responsabile delle finanze pubbliche sa, aumentare le tasse o ridurre la spesa pubblica non è mai facile. L'aumento del debito sembra spesso l'opzione più semplice, fino a quando non intervengono i *bond vigilantes*. Dall'inizio dell'anno, i rendimenti obbligazionari sono cresciuti in modo significativo, a testimonianza delle sfide fiscali. L'aumento dei rendimenti accresce i costi dei prestiti e complica gli sforzi per ridurre i deficit e stabilizzare il debito pubblico. È probabile che in tutto il mondo si assista a una combinazione di tagli alla spesa e

aumenti delle tasse. Per esempio negli Stati Uniti, secondo dati recenti, quest'anno i pagamenti degli interessi delle amministrazioni pubbliche rappresenteranno il 13,5% delle entrate del governo federale statunitense, rispetto al 6,5% del 2020.

► **Andreas Müller:** Anche l'invecchiamento della popolazione mondiale sta avendo un impatto, in quanto la combinazione di una percentuale crescente di individui anziani e l'aumento dei costi sanitari richiede naturalmente più servizi sanitari pubblici. Il fatto che la generazione più anziana sia più disciplinata nel voto rispetto a quella più giovane aumenta le possibilità di rinviare il problema. Le spese finanziate con il debito distribuiscono l'onere finanziario nel corso di decenni, cosa che gli anziani sono più propensi a sostenere rispetto alle giovani generazioni.

Quando i tassi di interesse sono più bassi dei tassi di crescita, il finanziamento del deficit, ossia l'assunzione di prestiti per finanziare il deficit pubblico, è gratuito?

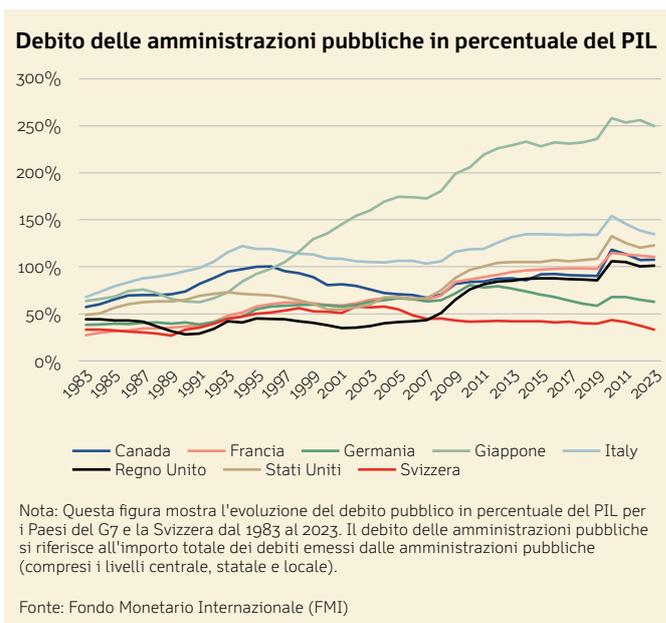
► **Michel Habib:** No! Poche cose buone sono gratuite. L'argomentazione valida è che quando i tassi di interesse sono inferiori ai tassi di crescita, il rapporto debito/PIL diminuisce nel tempo in assenza di ampi disavanzi primari. La crescita, tuttavia, non è del tutto esogena e, in ultima analisi, si verificherà solo se i proventi dell'indebitamento saranno investiti in progetti con valore attuale netto positivo.

Esiste un livello ideale di debito sovrano?

► **Andreas Müller:** Non vedo una cifra che vada bene per tutti. Per quanto riguarda il rapporto debito pubblico/PIL, la diversità tra i Paesi è significativa, così come la gamma di mandati che i governi hanno. Alcuni governi forniscono sicurezza, costruiscono strade e offrono istruzione di base, mentre altri forniscono istruzione avanzata, servizi sanitari e gestiscono i loro sistemi pensionistici. L'attenzione dovrebbe concentrarsi sulla tendenza a lungo termine del rapporto debito/PIL, piuttosto che sul tentativo di determinare una cifra ottimale. Negli ultimi 20 anni alcuni Paesi, come la Germania, hanno mantenuto un rapporto costante. Altri, come Canada, Francia, Giappone e Stati Uniti, hanno registrato aumenti compresi tra il 50% e il 100%, mentre il Regno Unito è stato testimone di un incremento ancora più elevato. La Grande Crisi Finanziaria, la Recessione Pandemica e la Crisi Energetica Europea

hanno determinato questo accumulo di debito. Per i Paesi con un elevato rapporto debito/PIL, è importante mantenere o ricostruire un certo spazio fiscale per prepararsi alla prossima eventuale crisi economica. I dati suggeriscono che, per l'Europa, il 60% si trova nella zona "senza rischio", dove l'aumento dei prestiti non porta a un incremento dei tassi di interesse.

► **Michel Habib:** Se esista un livello ideale di debito sovrano è un tema comune della ricerca. L'FMI se ne è occupato, così come molti accademici. È interessante notare che non esiste una risposta chiara, poiché essa dipende dal tasso di crescita di un Paese e dalla volatilità di tale tasso. Quando Gordon Brown era Cancelliere dello Scacchiere nel Regno Unito, si impegnò con il governo laburista a seguire la "regola d'oro": la spesa corrente sarebbe stata finanziata dalla tassazione e l'indebitamento sarebbe stato utilizzato solo per gli investimenti. Brown puntava a un rapporto debito netto/PIL inferiore al 40%, obiettivo che ha raggiunto in media durante il suo mandato al Tesoro britannico dal 1997 al 2007. La crisi del 2008 e la necessità di salvare numerose istituzioni finanziarie britanniche, tuttavia, hanno determinato un forte aumento del rapporto debito/PIL nel Regno Unito.



Quanto è valido l'assunto che il debito sovrano sia "privo di rischio"?

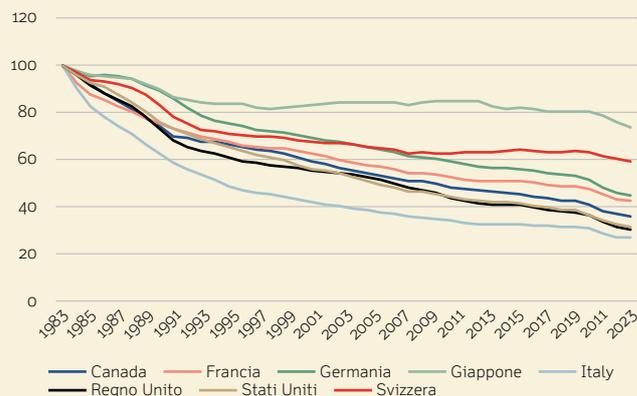
► **Frederik Mellors:** Dipende da come si definisce "privo di rischio", ma non credo che esista un asset indipendente privo di rischio. L'inflazione, per esempio, erode il valore reale dei rimborsi nominali alla scadenza. Sebbene sia possibile effettuare una copertura per vari rischi, come il default o l'inflazione, queste soluzioni hanno un prezzo. Per molto tempo, il T-Bond statunitense è stato considerato come l'asset globale privo di rischio, grazie al sostegno del governo, dell'economia e del dollaro statunitensi. Tuttavia, i dati mostrano che negli Stati Uniti nell'ultimo decennio i prezzi al consumo sono aumentati del 35%: un titolo del Tesoro a 10 anni acquistato a un valore nominale di 100 dollari all'inizio del 2015 vale oggi meno di 75 dollari in termini reali. Ciò rappresenta una perdita importante. Come affermava Milton Friedman, "l'inflazione è una tassazione senza legislazione".

Quali sono le varie forme di default del governo?

► **Juerg Adamek:** Le definizioni e le percezioni di ciò che costituisce un default variano a seconda dei quadri giuridici, delle agenzie di rating e del mercato. Ciò che è importante notare, tuttavia, è che la ristrutturazione del debito può essere intrapresa sia dopo il default che preventivamente. Se la ristrutturazione si rivela inevitabile, un'azione tempestiva di solito aiuta a ridurre l'impatto negativo.

► **Michel Habib:** Una forma di default *de facto*, ma non *de jure*, è rappresentata da un'inflazione superiore a quella prevista: i prestatori vengono rimborsati, ma in una valuta che ha un valore inferiore a quello che i prestatori si aspettavano quando hanno concesso il prestito al governo. In assenza di repressione finanziaria, tuttavia, i tassi di prestito finiranno per adeguarsi all'aumento dell'inflazione. L'iperinflazione è un caso estremo di default, in quanto distrugge il valore della più elementare delle passività del governo, la sua moneta. Se inaspettata, l'iperinflazione può riassorbire gran parte del problema del debito di un governo, con costi enormi per i detentori del debito pubblico. Per esempio, l'iperinflazione tedesca dei primi anni Venti ha reso possibile il rimborso di gran parte del debito tedesco dopo la Prima Guerra Mondiale con una moneta che valeva una frazione minima di quanto valeva al momento dell'emissione del debito.

Il valore reale del denaro nel tempo



Nota: Questa figura mostra il valore corretto per l'inflazione di un'attività con un valore nominale di 100 dal 1983 al 2023. L'inflazione è misurata utilizzando i prezzi al consumo.

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI)

Quali sfide e opportunità emergono dalla ristrutturazione del debito pubblico?

► **Juerg Adamek:** Le sfide sono molte, poiché la ristrutturazione del debito rappresenta un importante problema di coordinamento e azione collettiva, che spesso si svolge nell'incertezza. Si inizia con l'ottenere una chiara comprensione della situazione del debito. Questo si evolve in una sfida organizzativa, in cui il governo e i vari detentori bilaterali del debito pubblico e privato devono concordare su termini e condizioni. Le organizzazioni multilaterali come l'FMI o la Banca Mondiale non partecipano ai negoziati per la ristrutturazione del debito tra il debitore e i suoi creditori; tuttavia la loro consulenza, i loro programmi e le loro operazioni di prestito di solito hanno un impatto significativo sui risultati di queste ristrutturazioni. Una volta stabiliti i termini e le condizioni di una ristrutturazione, l'attenzione si sposta sull'attuazione, che può presentare ulteriori sfide. Tutto ciò avviene di solito in un panorama politico e finanziario molto delicato, popolato da numerosi attori pubblici e privati, che rende la ristrutturazione del debito un'impresa complessa. I governi spesso esitano, presumibilmente per paura di implicazioni negative sull'accesso al mercato. Anche i creditori spesso esitano, presumibilmente per evitare di incorrere in perdite inutili. La ristrutturazione del debito si svolge quindi spesso in uno scenario di "troppo poco, troppo tardi".

► **Frederik Mellors:** Quando si valutano le opportunità, è fondamentale riflettere sulla storia, che è piena di esempi in cui la ristrutturazione del debito ha fornito ai mutuatari un nuovo inizio e ha offerto opportunità ai finanziatori. Sebbene le obbligazioni in difficoltà siano spesso scambiate a sconto, l'ottimismo aumenta durante il processo di ristrutturazione, portando a un aumento dei prezzi delle obbligazioni. Tuttavia, ci sono anche casi di default incontrollati e di Paesi chiusi fuori dal mercato finanziario internazionale per lunghi periodi. Negli ultimi 20 anni, il panorama geopolitico ha subito cambiamenti significativi, con il governo cinese che ha aumentato notevolmente le attività di prestito in maniera diretta, piuttosto che attraverso organizzazioni multilaterali, ai Paesi dell'Africa, dell'Asia e dell'America Latina, al fine di costruire un'influenza. In un mondo sempre più polarizzato, l'importanza dei fattori macroeconomici è diminuita, mentre è cresciuta quella dei fattori geopolitici. Questo nuovo equilibrio crea anche opportunità per le economie emergenti più piccole, che possono contrapporre vari gruppi di creditori per ottenere condizioni di prestito più favorevoli. La recente ristrutturazione del debito dello Sri Lanka è un caso emblematico in cui sono stati coinvolti l'FMI e i creditori del settore privato di Cina e India.

Quali sono le implicazioni economiche e sociali più ampie di un default sovrano?

► **Juerg Adamek:** I problemi al livello del debito sovrano si ripercuotono solitamente sul settore bancario nazionale e, in ultima analisi, sull'intera economia. Più in generale, i default spesso coincidono con sviluppi economici o politici negativi nel Paese colpito. I programmi dell'FMI aiutano i Paesi a ripristinare la stabilità macroeconomica e la crescita, come dimostra per esempio l'Irlanda, che ha attuato un programma dell'FMI dal 2010 al 2013. Affinché i programmi dell'FMI siano efficaci, è necessario che ci si siano forte responsabilità e impegno da parte delle autorità, e idealmente un ampio sostegno pubblico, per gli aggiustamenti e le riforme necessari. Affrontare le vulnerabilità, garantire politiche macroeconomiche solide e migliorare le strutture, le istituzioni e i fondamenti politici, tutti questi fattori sono essenziali per ottenere una ripresa robusta, rafforzare la resilienza e migliorare in modo duraturo le prospettive economiche. Il sostegno finanziario da solo in genere non è sufficiente.



Il paesaggio odierno

Con il rapporto debito sovrano/PIL globale che ha raggiunto livelli record, quali sono i potenziali rischi economici?

► **Steven Ongena:** La letteratura di ricerca su questo tema è controversa, a causa della limitatezza dei dati e della variabilità delle interpretazioni. Tuttavia, i mercati finanziari in genere non rispondono positivamente a livelli elevati o ad aumenti del rapporto debito/PIL. Ciò limita la capacità di un governo di resistere a ulteriori shock esterni attraverso finanziamenti aggiuntivi. Qualsiasi aumento dei tassi di interesse nominali fa alzare il costo del nuovo debito, così come il costo del debito esistente, da rinnovare alle attuali condizioni di mercato. Tenendo conto di questi fattori, i governi che operano con alti livelli di debito o di deficit si vedono di fatto limitati nell'adempimento dei loro mandati. È interessante notare che l'idea del livello massimo di tale rapporto è un bersaglio mobile sia per gli accademici sia per i professionisti. L'attenzione principale è rivolta agli Stati Uniti, che mantengono un rapporto debito/PIL storicamente elevato e sono i maggiori emittenti di obbligazioni al mondo. Ritengo che, alle attuali condizioni di mercato, il governo statunitense faticherà a ottenere importanti finanziamenti aggiuntivi per far fronte a un grande shock "inatteso". In questo contesto, l'argomentazione tradizionale sulla capacità di un governo di aumentare le risorse finanziarie attraverso la tassazione incontra dei limiti. La tassazione non può essere illimitata. Inoltre, i dati indicano che le imprese spostano ingenti profitti da Paesi ad alta tassazione come Francia e Stati Uniti verso paradisi fiscali come Bermuda, le British Virgin Islands, le Cayman Islands, gli Emirati Arabi Uniti e l'Irlanda. I risultati suggeriscono che lo spostamento annuale dei profitti aziendali a livello globale supera il traguardo di mille miliardi di dollari USA, minando le capacità fiscali delle nazioni sovrane per centinaia di miliardi di dollari USA. Anche gli individui facoltosi stanno spostando il loro patrimonio in modo simile.

► **Juerg Adamek:** Un problema evidente è lo "spiazzamento" della spesa pubblica, dovuto al costo del servizio del debito. Con un rapporto debito/PIL elevato e in crescita e un costo elevato del debito, molti Paesi devono destinare sempre più risorse al servizio del debito, invece di destinarle, per esempio, a infrastrutture, istruzione, sanità, clima o difesa. Inoltre, c'è la questione del nesso tra governi e banche. In molti Paesi, le banche commerciali hanno un'esposizione sostanziale al debito sovrano; qualsiasi diminuzione del valore di questo debito si ripercuote quindi su queste banche. L'instabilità finanziaria, a sua volta, può avere implicazioni per le finanze pubbliche, direttamente e soprattutto indirettamente, attraverso le ripercussioni sull'economia reale. Alla vigilia della crisi del debito sovrano nell'Eurozona, l'economia

greca rappresentava solo il 2% dell'economia dell'Unione Europea. Tuttavia, quando nel 2010 la Grecia si è trovata ad affrontare la crisi del debito sovrano, ha provocato un'onda d'urto nel settore bancario e nell'economia dell'Europa. Sarebbe difficile immaginare le ripercussioni di un simile episodio di turbolenza del debito in un'economia molto più grande. A livello globale, il debito ha raggiunto livelli mai visti dalla fine della Seconda Guerra Mondiale. Per stabilizzare e ridurre il debito nel tempo, il consolidamento fiscale è tanto essenziale quanto impegnativo, date le pressanti esigenze di spesa pubblica. Sarà quindi fondamentale una rigorosa definizione delle priorità, oltre a migliorare l'efficienza della spesa pubblica per ottenere "più valore per i soldi". Inoltre, una robusta crescita economica contribuirebbe a garantire la sostenibilità del debito. Occorre quindi impegnarsi con determinazione per promuovere una crescita forte e sostenibile, comprese le riforme strutturali, soprattutto se si considerano le attuali aspettative di crescita economica globale relativamente modeste.

► **Michel Habib:** Le ricerche degli economisti Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff suggeriscono che un rapporto debito/PIL pari o superiore al 90% è associato a tassi di crescita più bassi. Sebbene non tutti siano d'accordo con questa analisi e le sue conclusioni, è chiaro che il fatto di dover dedicare risorse significative al servizio del debito riduce le somme che il governo ha a disposizione per soddisfare altre esigenze, come l'istruzione o gli investimenti.

Quali sono le metriche alternative che possono valutare efficacemente la salute fiscale di un Paese, a parte il rapporto debito/PIL?

► **Andreas Müller:** Una metrica alternativa è il differenziale di interesse rispetto al tasso privo di rischio. I meccanismi di mercato indicano che, con l'aumentare del rapporto debito/PIL, si generano meno entrate a ogni successivo aumento del debito, a causa dell'aumento dei tassi di interesse. Tuttavia, l'identificazione di una singola metrica "perfetta" per valutare la salute fiscale di un Paese continua a essere una sfida. Ciò che mi preoccupa è la persistente tendenza al rialzo a cui abbiamo assistito in molti Paesi negli ultimi 20 anni. È importante ricordare che il Trattato di Maastricht del 1993 mirava a stabilire un limite massimo per il rapporto debito/PIL al 60%, un requisito che attualmente viene rispettato solo dalla metà dei 27 membri dell'UE, con i soli Lussemburgo e Paesi Bassi tra i sei Paesi europei originari a raggiungere tale obiettivo. Questa tendenza all'aumento del debito suggerisce che molte nazioni faranno fatica ad affrontare la prossima sfida, e il mercato finanziario ha iniziato a discutere la probabilità di un rimborso completo. La risposta appropriata

sarebbe che i livelli di debito diminuiscano durante i periodi economici favorevoli, un obiettivo che pochi Paesi si sforzano di raggiungere attivamente.

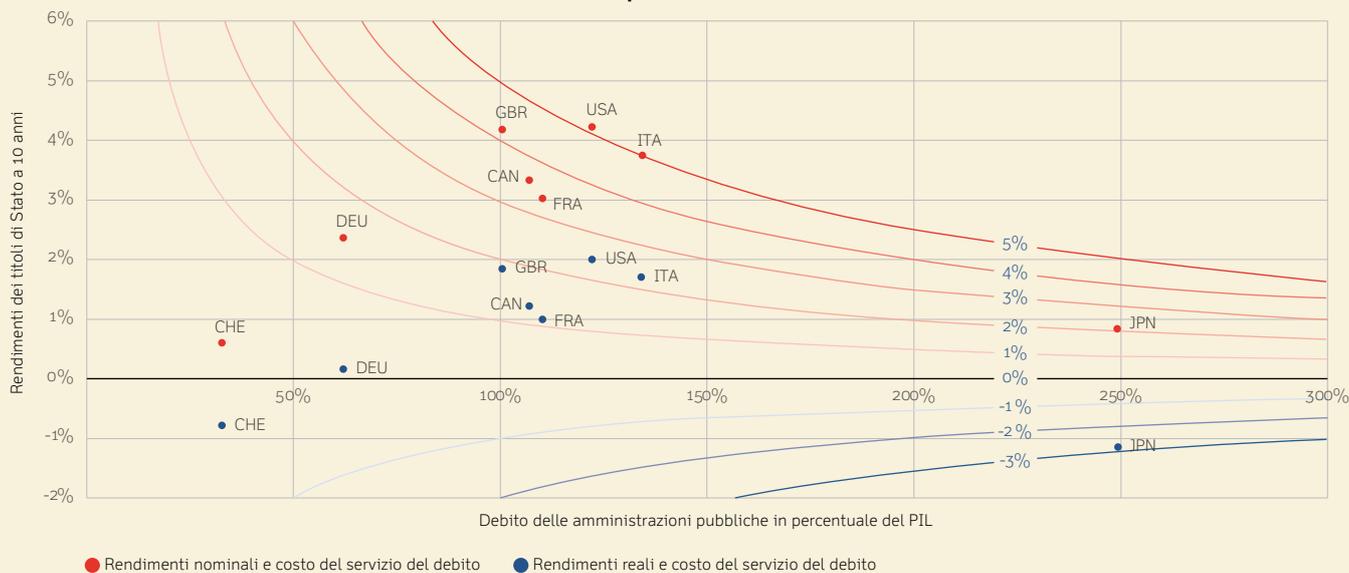
Juerg Adamek: Se il rapporto tra debito lordo e PIL è probabilmente il parametro più importante e più comunemente utilizzato, molti altri indicatori possono essere utilizzati per valutare la situazione del debito di un Paese. Questi includono il costo del servizio del debito, la solidità e lo spessore del settore bancario e finanziario nazionale, la dipendenza dai finanziamenti esterni, l'esposizione alle entrate provenienti dal commercio internazionale e la scadenza media del debito. Il livello di debito pubblico lordo che un governo può sopportare in modo sostenibile varia quindi notevolmente da un'economia all'altra. Il Giappone, per esempio, ha un rapporto debito lordo/PIL superiore al 250% e non dovrebbe affrontare una imminente turbolenza del debito. Un fattore attenuante è che il suo debito netto è significativamente più basso – circa il 150% del PIL – grazie alle consistenti attività finanziarie che il governo giapponese possiede. Al contrario, il rapporto debito lordo/PIL del Ciad era leggermente superiore al 50% quando il Paese si è trovato in difficoltà legate al debito alla fine del 2020.

I disallineamenti valutari derivanti dall'assunzione di prestiti in valuta estera sono un'altra fonte di rischio rilevante per molti soggetti sovrani, soprattutto per le economie emergenti e in via di sviluppo, poiché li espongono alle oscillazioni dei tassi di cambio e dei flussi di capitale. Gli studi indicano che negli ultimi due decenni le economie emergenti sono state sempre più in grado di contrarre prestiti nella loro valuta nazionale. Tuttavia, un'analisi più approfondita mostra che, laddove le obbligazioni denominate in valuta locale sono detenute in notevole misura da investitori esteri e i disallineamenti valutari sono quindi migrati nei bilanci di questi investitori, la vulnerabilità alle oscillazioni dei flussi di capitale e dei tassi di cambio permane. Per superare veramente questo problema, l'indebitamento interno dovrebbe essere finanziato principalmente attraverso il risparmio interno.

Quanto è efficiente la negoziazione all'interno del mercato dei titoli sovrani?

Steven Ongena: Negli ultimi 15 anni, il mercato primario è diventato più organizzato, mentre il mercato secondario è diventato estremamente liquido, trasparente ed efficiente grazie all'introduzione di piattaforme elettroniche di trading di obbligazioni.

Rendimenti dei titoli di Stato, debito delle amministrazioni pubbliche e costo del servizio del debito delle amministrazioni pubbliche



Nota: Questa figura mostra il debito pubblico in percentuale del PIL per il 2023, i rendimenti nominali (in rosso) e i rendimenti reali estrapolati (in blu) dei titoli di Stato a 10 anni dei Paesi del G7 e della Svizzera per il 2024. Le curve isocosto convesse rappresentano il costo del servizio del debito rispetto al PIL, basandosi sull'ipotesi che il costo del servizio del debito pubblico sia pari agli attuali rendimenti dei titoli di Stato. Il debito delle amministrazioni pubbliche si riferisce all'importo del debito emesso dalle amministrazioni pubbliche (compresi i livelli centrale, statale e locale).

Fonti: Banca Nazionale Svizzera (BNS), Fondo Monetario Internazionale (FMI), Investing.com e Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE)

Si prevede che la tecnologia *blockchain* e la finanza decentralizzata miglioreranno ulteriormente il mercato grazie al regolamento istantaneo. Ogni guadagno in materia di efficienza fa una differenza sostanziale. Lo scorso anno, il valore totale dei titoli del Tesoro USA negoziabili in circolazione ha superato i 28.000 miliardi di dollari; una differenza di un punto base equivale a quasi 3 miliardi di dollari.

Quali fattori valutano i rating del debito sovrano e quanto sono affidabili?

► **Steven Ongena:** I rating del debito sono importanti per diverse ragioni. Da un lato, rating più bassi portano a tassi di interesse nominali più elevati per le entità sovrane. Dall'altro, sulla base di questi rating, gli investitori istituzionali incontrano vincoli interni di portafoglio per quanto riguarda le loro allocazioni. Pertanto, per i governi è sempre vantaggioso assicurarsi i migliori rating possibili per garantire tassi bassi e una forte domanda. I dati supportano l'idea che i rating del credito influenzino le percezioni del mercato, la qual cosa indica che sono considerati come importanti fonti di informazione. Ciononostante ci sono stati, e continueranno a esserci, casi specifici in cui tali rating non sono all'altezza.

► **Frederik Mellors:** I rating del credito offrono spunti preziosi. Essi considerano entrambi i fattori macroeconomici interni ed esterni, la flessibilità fiscale, il debito esistente, la capacità del governo di negoziare aumenti di tasse o tagli alla spesa e la sua capacità di riscuotere le tasse. Sebbene nessuna misura sia perfetta e non ci si possa basare esclusivamente su questi rating, essi sono comunque importanti. È interessante notare che il mercato tende a considerare indicatori alternativi, come i cambiamenti geopolitici, accanto a fattori più qualitativi come il valore delle istituzioni governative e dei sistemi giudiziari, e lo fa in modo proattivo. Dobbiamo inoltre ricordare che il mercato riflette le prospettive di milioni di investitori, non solo l'opinione di una singola azienda, ed è quindi importante prestare attenzione ai diversi punti di vista.

Rating di credito dei governi e rendimenti dei titoli di Stato

Rating di credito S&P	Paese	Rendimenti nominali dei titoli di Stato a 10 anni	Previsioni sull'inflazione	Rendimenti reali estrapolati dei titoli di Stato a 10 anni
AAA	Canada	3.33%	2.10%	1.20%
AAA	Germania	2.35%	2.20%	0.15%
AAA	Svizzera	0.59%	1.40%	-0.80%
AA+	Stati Uniti	4.22%	2.20%	1.98%
AA	Regno Unito	4.17%	2.30%	1.83%
AA-	Francia	3.00%	2.00%	0.98%
A+	Giappone	0.82%	2.00%	-1.16%
BBB	Italia	3.71%	2.00%	1.68%

Nota: Questa figura mostra i rating sovrani in valuta estera a lungo termine di S&P Global per i Paesi del G7 e la Svizzera nel 2024, i rendimenti nominali dei titoli di Stato a 10 anni per il 2024, le previsioni annuali di inflazione per il 2025 e i rendimenti reali estrapolati dei titoli di Stato a 10 anni.

Fonti: Banca Nazionale Svizzera (BNS), Investing.com, Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) e S&P Global

Fino a che punto le misure di austerità dei governi influenzano i costi del debito sovrano?

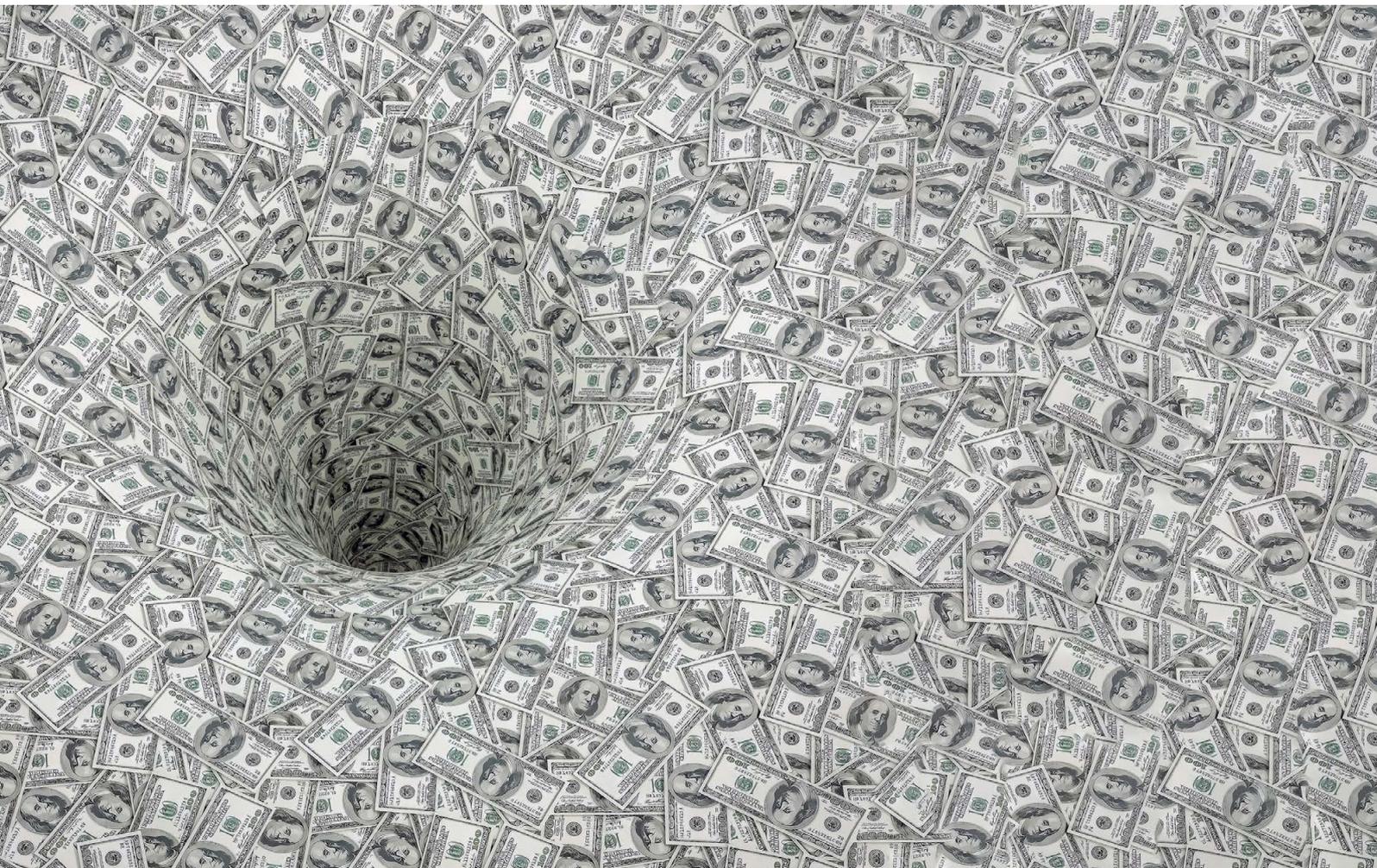
► **Juerg Adamek:** Si tratta di una domanda empirica a cui è difficile rispondere, data la complessità e l'endogeneità del fenomeno. Non è nemmeno semplice stimare l'effetto dell'austerità sulla produzione: sebbene l'effetto immediato del consolidamento fiscale sia destinato a essere restrittivo, l'effetto complessivo finale sulla produzione dipende da molti fattori. Per i responsabili politici, ciò che sembra fondamentale è avere credibilità. Da un lato, si dovrebbe definire una strategia di consolidamento credibile, un piano ambizioso ma realistico. Dall'altro, i responsabili politici dovrebbero impegnarsi in modo credibile a seguire tale strategia e a sostenerla nel medio-lungo periodo. A questo proposito possono essere utili le regole fiscali, come il "freno al debito" svizzero. Per facilitare il consolidamento fiscale in modo favorevole alla crescita, è importante anche migliorare la qualità della politica fiscale. Ciò può essere ottenuto, per esempio, migliorando l'efficienza della spesa pubblica o concentrando la razionalizzazione della spesa su categorie con effetti di crescita relativamente modesti. Sebbene sia difficile stimare con precisione l'effetto quantitativo delle misure di austerità, è difficile immaginare come i mercati possano non distinguere tra sforzi credibili per garantire la sostenibilità del debito e l'assenza di tali sforzi.

Il debito sovrano emesso in valuta nazionale dovrebbe essere considerato più sicuro di quello emesso in valuta estera?

► **Andreas Müller:** L'emissione del debito sovrano in una valuta estera aggiunge complessità e rischi all'operazione. Tuttavia, spesso i governi non hanno altra scelta per ottenere un finanziamento sufficiente. È interessante notare che i rischi associati al debito sovrano possono gravare sia sul prestatore che sul mutuatario. Se da un lato questi accordi riducono l'esposizione valutaria per il prestatore, dall'altro aumentano la probabilità che il mutuatario vada in default a causa del deprezzamento della valuta locale. Per esempio, negli ultimi cinque anni il peso argentino ha perso quasi il 90% del suo valore rispetto al dollaro USA, rendendo il rimborso di un'obbligazione sovrana argentina, emessa cinque anni fa in dollari USA, quasi 10 volte più costoso per il governo argentino di oggi. Sebbene esistano soluzioni per l'esposizione valutaria, esse sono raramente realizzabili sulla scala dell'emissione di obbligazioni sovrane.

I governi potrebbero programmare strategicamente i loro default?

► **Steven Ongena:** Sebbene i governi abbiano generalmente il coltello dalla parte del manico – dato che in genere non hanno tribunali fallimentari e le possibilità di sequestro di asset sono minime – le prove di un default strategico sono relativamente poche. Il default, in qualsiasi forma, è molto costoso. E' in corso un entusiasmante sviluppo per quanto riguarda il sequestro di asset, dal momento che la Corte Suprema degli Stati Uniti ha recentemente aperto la strada ai creditori per il sequestro di oltre 300 milioni di dollari, detenuti in conti argentini all'estero. Sebbene questo cambiamento sia innovativo, l'importo rimane modesto rispetto alle somme complessive in gioco. In ultima analisi, è il mercato a sferrare il colpo più duro, in quanto può punire qualsiasi tentativo di default strategico escludendo il governo o aumentando i suoi costi di prestito sulle nuove emissioni.



Il futuro

Nei Paesi in cui le banche centrali detengono quantità sostanziali del debito interno, quali sono i benefici, i costi e i rischi a lungo termine?

► **Michel Habib:** Questo tema sempre più importante evidenzia la complessità del rapporto tra banche centrali e governi: le banche centrali sono indipendenti, sono di proprietà dei loro governi e detengono grandi quantità di passività dei loro governi. Un debito pubblico eccessivo nel bilancio di una banca centrale può ridurre la solvibilità e diminuire il valore delle sue passività, come la valuta e le riserve delle banche commerciali; un simile sviluppo avrebbe conseguenze molto negative per il sistema finanziario del Paese.

Come possono i governi bilanciare efficacemente le loro esigenze di finanziamento quando le loro banche centrali cercano di controllare l'inflazione aumentando i tassi di politica monetaria?

► **Steven Ongena:** L'inflazione ha molte sfaccettature e compromessi. Da un lato essa provoca effetti economici negativi, diminuendo il potere d'acquisto, riducendo i rendimenti reali e riducendo il valore dei risparmi. Dall'altro può offrire benefici economici, come promuovere i consumi rispetto ai risparmi, ridurre eventualmente la disoccupazione, diminuire il costo reale dei prestiti finanziari esistenti e ridurre il valore effettivo del debito corrente. Questi vantaggi e svantaggi propri della gestione dell'inflazione la rendono vulnerabile alle pressioni politiche. È importante ricordare che le banche centrali, pur essendo indipendenti, sono in ultima analisi creazioni politiche, spesso possedute e governate dallo Stato e sicuramente operanti all'interno di un contesto politico. Le banche centrali si trovano in una posizione precaria quando si tratta di attuare misure efficaci contro l'inflazione senza sostenere involontariamente l'emissione di debito pubblico. L'indipendenza delle banche centrali non può essere data per scontata nell'attuale clima politico.

Durante la crisi del debito greco, il contagio si è diffuso nei mercati del debito sovrano dell'Eurozona. Quanto sono affidabili le soluzioni attuate allora per evitare di ripetersi di tali rischi?

► **Frederik Mellors:** La crisi del debito sovrano dell'Eurozona, che ha raggiunto l'apice tra il 2010 e il 2012, è probabilmente la crisi più significativa della storia. I tagli imposti alle obbligazioni greche sono stati sostanziali e senza precedenti per un'economia sviluppata. Per evitare che la Grecia uscisse dall'Eurozona, la Troika – la Banca Centrale Europea, la Commissione Europea e il Fondo Monetario Internazionale – è dovuta intervenire e ristrutturare

l'economia sorvegliando il sistema bancario, attuando riforme e fornendo prestiti. Durante questo processo, le autorità hanno introdotto retroattivamente una clausola di azione collettiva per le obbligazioni emesse secondo la legge greca; fino a quel momento, tali obbligazioni richiedevano il consenso unanime dei loro detentori per procedere a qualsiasi ristrutturazione. Questo emendamento ha permesso a una supermaggioranza di obbligazionisti di imporre le condizioni di ristrutturazione a tutti gli obbligazionisti, compresi quelli che non erano d'accordo con il voto. In alcuni casi, i tagli hanno superato il 50%. Pur trattandosi di un aggiustamento valido e necessario, questo dimostra che, durante una crisi, le entità sovrane e le autorità sovranazionali possono cambiare le regole. Gli investitori dovrebbero tenerlo presente quando acquistano titoli.

Che ruolo hanno i fondi sovrani nel mercato del debito sovrano?

► **Steven Ongena:** I fondi sovrani mantengono generalmente un portafoglio ben diversificato di titoli sovrani internazionali, ciascuno dei quali impiega una strategia unica. Per esempio, il *Norwegian Wealth Fund* ha recentemente rivelato di possedere 167 miliardi di dollari in titoli di Stato statunitensi, che costituiscono il suo investimento più importante, pari al 9% del fondo totale. Queste entità hanno naturalmente una dimensione politica sostanziale. Tuttavia, i maggiori detentori di titoli di Stato sono solitamente le banche centrali. La Federal Reserve statunitense detiene quasi il 20% di tutti i Treasury americani, mentre oltre il 40% delle attività della *Banque de France* è legato al finanziamento del settore pubblico francese.

Quanto influiscono i creditori privati nei negoziati sul debito sovrano e nella risoluzione delle controversie?

► **Michel Habib:** Gli investitori privati possono esercitare una notevole influenza. Ciò è particolarmente vero per i fondi "avvoltoio" – come gli *hedge fund* che hanno acquistato a forte sconto il debito latinoamericano in default – la cui insistenza sul rimborso integrale, quando gli altri creditori sono disposti ad accettare un taglio, può mettere a rischio il successo della ristrutturazione del debito. L'aumento dei livelli di debito, l'incremento dei tassi di interesse e la possibilità di una recessione globale potrebbero costituire un terreno fertile per le future attività dei fondi avvoltoio.

Quali sono le forze trainanti dietro i recenti sforzi di alcune nazioni per ridurre la dipendenza dal dollaro USA e quanto successo hanno avuto?

► **Frederik Mellors:** I Paesi e i governi sanzionati dagli Stati Uniti – come Corea del Nord, Cuba, Iran, Siria, Venezuela e, più recentemente, Russia – devono trovare il modo di aggirare il dollaro USA per impegnarsi nel commercio internazionale e assicurarsi finanziamenti sovranzi esteri. Tuttavia, altre nazioni, come la Cina, stanno diventando sempre più caute nel detenere riserve in dollari o euro, soprattutto dopo il congelamento delle riserve estere della banca centrale russa all'inizio del 2022. Sebbene gli Stati Uniti traggano vantaggio dalla posizione dominante della loro valuta, non ci sono alternative superiori prontamente disponibili. L'euro rimane un progetto fiscale incompleto e il governo cinese in ultima analisi controlla il *renminbi*. L'obiettivo della diversificazione dal dollaro americano può essere lodevole, ma per molti anni ancora il dollaro americano continuerà a mantenere la sua posizione al vertice.

► **Steven Ongena:** Gli Stati Uniti hanno effettivamente utilizzato il dollaro come strumento di politica estera. E' comprensibile che gli altri Paesi non vogliano essere vulnerabili alle pressioni statunitensi, giustificate o meno. Con il tempo, il dollaro USA probabilmente perderà il suo ruolo centrale, come il *Real de a Ocho* spagnolo e la sterlina britannica. Il problema del tetto del debito in corso negli Stati Uniti crea incertezza a livello globale e accende il dibattito su "soluzioni più solide". Sebbene nulla sia del tutto privo di rischi in termini assoluti, su scala relativa le obbligazioni sovrane e le valute di Australia, Canada, Danimarca, Germania, Liechtenstein, Lussemburgo, Norvegia, Paesi Bassi, Singapore, Svezia e Svizzera appaiono più sicure dei Treasury statunitensi e le loro valute sembrano essere meglio gestite del dollaro USA. Tuttavia, anche all'interno di questo gruppo di Paesi, emergono delle sfumature. E guardiamo in faccia la realtà: persino la Germania, la più grande economia di questo gruppo, ha un PIL sei volte inferiore a quello degli Stati Uniti. Attualmente non esiste un'alternativa sicura al dollaro USA e non prevedo cambiamenti a breve.

I precedenti salvataggi del debito sovrano hanno aumentato il rischio di azzardo morale?

► **Michel Habib:** Almeno in una certa misura, sì. I salvataggi diminuiscono il costo del default. L'aspettativa di un salvataggio, quindi, può aumentare l'attrattiva del default. In generale, però, l'effetto sembra essere modesto. Il default rimane costoso e tende a essere contrastato dai governi dei Paesi mutuatari. Anche in assenza di azzardo morale, la cancellazione del debito – il

salvataggio ideale almeno dal punto di vista del mutuatario – facilita nuovi prestiti, che a volte si traducono in un ritorno alla situazione precedente al salvataggio. Per esempio, molti dei Paesi che hanno beneficiato dell'iniziativa Paesi Poveri Fortemente Indebitati (Heavily Indebted Poor Countries – HIPC) e dell'Iniziativa Multilaterale per l'Alleggerimento del Debito (Multilateral Debt Relief Initiative – MDRI), che ha facilitato la cancellazione del debito di oltre 100 miliardi di dollari per più di 30 Paesi a basso reddito tra il 1996 e il 2014, sono di nuovo profondamente indebitati.

► **Andreas Müller:** Quando arriva il sostegno dell'FMI, una nazione sovrana si trova già in una situazione disperata e nessun altro investitore è disposto a intervenire. L'assistenza dell'FMI è in genere accompagnata da condizioni e riforme necessarie. I dati storici dimostrano che questi aggiustamenti strutturali non sono solo essenziali, ma anche vantaggiosi nel lungo periodo. I dati relativi agli esborsi e ai rimborsi per tutti i membri dell'FMI negli ultimi 40 anni non indicano un aumento dell'offerta di assegni in bianco da parte dell'FMI ai Paesi. Sebbene possa esistere un caso di azzardo morale, non credo che l'FMI abbia avviato una tendenza di questo tipo. Inoltre, l'FMI non è l'unica entità a sostenere i governi che si trovano ad affrontare le sfide dell'emissione del debito. Per esempio, la Banca Centrale Europea è sempre più criticata per aver sostenuto alcuni Paesi dell'Eurozona quando i loro spread obbligazionari aumentavano.

Quali sono i fattori essenziali per il successo della ristrutturazione del debito?

► **Juerg Adamek:** L'elenco è ampio. Per la ristrutturazione stessa, è importante avere come base dati solidi e trasparenti e un'analisi approfondita e prudente della sostenibilità del debito. La chiarezza sull'entità e sulla natura della sfida del debito è un requisito fondamentale per intraprendere la giusta linea d'azione. Inoltre, uno stretto coordinamento tra il debitore e i suoi creditori, e tra i creditori stessi, è importante per superare il problema dell'azione collettiva e raggiungere un accordo su una soluzione efficace. In aggiunta, la ristrutturazione del debito deve spesso essere accompagnata da un programma di politiche e riforme, come un programma dell'FMI. Tale programma aiuta il Paese debitore a diventare più resistente e a migliorare in modo duraturo la sua situazione macroeconomica. Questo, a sua volta, migliora la capacità del Paese di ripagare i creditori in futuro, rendendo così il Paese nuovamente attraente per gli investitori. Un forte impegno verso i necessari aggiustamenti e riforme politiche – e la capacità di attuarli – è quindi un altro elemento importante per il successo di una ristrutturazione.

Quali sono le principali sfide che i responsabili politici incontreranno nell'evoluzione del mercato del debito sovrano di domani?

► **Steven Ongena:** A questo punto dobbiamo considerare il quadro generale. Le cifre del debito pubblico mondiale sono su una strada insostenibile. I governi devono affrontare molti ruoli e sfide, e la politica – sia che si tratti di un sistema pienamente democratico o di un severo regime autoritario – gioca sempre un ruolo. Un governo debole non ha il sostegno di una forte disciplina fiscale, e una capacità finanziaria limitata offre una scarsa soluzione al problema successivo. Ciò è stato evidente nel recente passato, quando i Paesi e le regioni più colpiti dalla Crisi Finanziaria Globale erano meno preparati per rispondere all'epidemia iniziale di COVID e hanno registrato tassi di mortalità più elevati. La storia si ripeterà e, a un certo punto, raggiungeremo un nuovo punto di rottura.

Infine, quali consigli darebbe in merito ai crescenti rischi del mercato del debito sovrano?

► **Frederik Mellors:** Una tendenza globale degli ultimi anni è che il rapporto debito/PIL tende ad aumentare in caso di risultati negativi, ma quando si verificano risultati positivi, il rapporto non diminuisce. I governi e i politici sono diventati sempre più proattivi nella gestione dei cicli economici. Nel 2024, per esempio, l'economia statunitense ha registrato un tasso di crescita economica reale del 3% e un tasso di disoccupazione del 4%. Tuttavia, questi dati di piena produzione e piena occupazione si accompagnano a un rapporto deficit/PIL superiore al 6%, una cifra che di solito si registra nel punto più profondo di una recessione. Data l'attuale fragilità del contesto di bilancio, la prossima crisi potrebbe essere particolarmente dolorosa a causa della limitata capacità dei governi di reagire alle reazioni dei mercati finanziari. Purtroppo, l'onere della responsabilità durante la prossima recessione potrebbe ricadere sulle banche centrali, alle quali potrebbe essere richiesto di monetizzare i prestiti pubblici. Bilanciare questa domanda e mantenere gli obiettivi di stabilità dei prezzi potrebbe diventare troppo difficile.

► **Steven Ongena:** L'aumento dei livelli di debito sovrano è una preoccupazione notevole, in particolare per gli Stati Uniti, a causa delle loro dimensioni e della loro influenza globale. Qualsiasi incertezza nelle economie del G7 avrà un impatto sul mercato globale del debito sovrano, sul settore finanziario in generale e, in ultima analisi, sull'economia mondiale. È difficile prevedere gli eventi futuri, ma dobbiamo riconoscere che i governi probabilmente non saranno in grado di mantenere gli stessi livelli di servizio nelle istituzioni giudiziarie, nell'istruzione o nella sanità a cui siamo attualmente abituati. Ciò è particolarmente vero se si considerano i costi futuri legati all'invecchiamento della popolazione, ai cambiamenti climatici e alla difesa.

► **Michel Habib:** I governi che stanno valutando un ampio ricorso al finanziamento del debito dovrebbero ricordare le parole della Sibilla nell'*Eneide* di Virgilio:

"Lo scender ne l'Averno è cosa agevole
Ché notte e dì ne sta l'entrata aperta;
Ma tornar poscia a riveder le stelle,
Qui la fatica e qui l'opra consiste."¹⁾

1) Virgilio, *L'Eneide*, Libro VI, vv.191-194. (Traduzione di Annibal Caro). (Opera originale scritta tra il 29 e il 19 a.C.).

Swiss Finance Institute

Con il sostegno dei suoi fondatori – il settore bancario svizzero, la Confederazione svizzera e le principali università svizzere – lo Swiss Finance Institute (SFI) promuove in modo competitivo la ricerca e l'insegnamento di prim'ordine in ambito bancario e finanziario in Svizzera. Unendo l'eccellenza accademica all'esperienza pratica, l'SFI contribuisce al potenziamento della piazza finanziaria svizzera.

Editore et contatto

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Education
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

