

Allianz Research

Debito pubblico dell'Eurozona: La realtà dei tassi d'interesse

Come la fine della zeronomics cambia le dinamiche del debito pubblico in Europa

30 Settembre 2022



Andreas 'Andy' Jobst
Head of Macro & Capital
Markets Research
andreas.jobst@allianz.com

Maddalena Martini
Economist for Italy and
Greece
maddalena.martini@allianz.com

Katharina Utermöhl
Senior Economist for
Europe
katharina.uterhoehl@allianz.com

EXECUTIVE SUMMARY

Negli ultimi anni, il fatto che i governi dell'Eurozona si indebitassero sempre di più sembrava avere sempre meno importanza, dato che il calo dei tassi di interesse rendeva meno onerosi i livelli di debito elevati e crescenti. Tuttavia, le dinamiche del debito sovrano sono destinate a deteriorarsi in modo significativo man mano che la BCE aumenta i tassi di interesse per combattere l'inflazione dilagante. Ora tutti gli occhi sono puntati sui nuovi annunci di bilancio da parte di diversi governi dell'Eurozona. Con la politica monetaria che diventa sempre più restrittiva, i ministri delle finanze devono trovare un delicato equilibrio tra l'estensione del sostegno fiscale mirato e l'eventuale esaurimento dello spazio fiscale disponibile in un momento in cui la crescita sta scivolando e i costi di rifinanziamento sono in aumento. Finora, i bilanci annunciati suggeriscono un forte sostegno alla crisi fino al prossimo anno, con il rischio di ritardare l'aggiustamento fiscale. Prevediamo un calo dei disavanzi di bilancio in tutte le grandi economie dell'Eurozona, ad eccezione della Francia (al 5,5% del PIL). Il governo francese ha appena pubblicato il suo progetto di legge di bilancio per il 2023, che estende le misure di sostegno alle famiglie e alle imprese ma implica una riduzione complessiva della spesa reale.

In questo documento, valutiamo le conseguenze della nuova realtà del debito nei quattro maggiori paesi dell'Eurozona proiettando il percorso del debito atteso su un orizzonte di 15 anni. I nostri punti chiave sono:

- *Le maggiori economie faranno fatica a ridurre l'elevato debito pubblico. Infatti, il rapporto debito pubblico/PIL in Francia, Italia e Spagna è destinato ad aumentare.* D'altra parte, la Germania consoliderà la sua posizione di fuoriclasse di politica fiscale spingendo il suo rapporto debito/PIL al di sotto della soglia del 60% entro il 2028..
- *L'aumento dei costi di rifinanziamento aumenterà la pressione sulla sostenibilità del debito.* Supponendo che sia i rapporti di debito pubblico che la scadenza media del debito pubblico siano mantenuti costanti nei prossimi 15 anni, un aumento duraturo del livello dei tassi di interesse di 200 punti base significa che gli interessi passivi in relazione al PIL raggiungeranno l'1,4% in Germania, il 2,3% in Francia, il 2,4% in Spagna e un enorme 3% in Italia entro il 2030. Per mettere queste cifre in prospettiva, per l'Italia e la Spagna, l'onere di bilancio aggiuntivo supera l'investimento pubblico totale in rapporto al PIL nel 2019.
- *Per evitare la sbornia degli interessi e proteggere lo spazio fiscale per la spesa per le transizioni verde e digitale, i governi richiedono una disciplina fiscale molto maggiore*

e / o una crescita nominale più elevata. Tuttavia, gli attuali rapporti debito/PIL in Francia (113%), Italia (151%) e Spagna (118%) implicano uno sforzo erculeo di risanamento di bilancio, vale a dire una notevole riduzione del disavanzo primario. Rispetto al suo orientamento di bilancio nel 2023, il più grande aggiustamento sarebbe necessario in Francia. Al contrario, i paesi vulnerabili, come l'Italia, dovrebbero quasi raddoppiare la crescita potenziale per abbassare i livelli di debito se l'aggiustamento fiscale non è fattibile.

I nuovi bilanci governativi danno priorità al sostegno alla crisi e ritardano il necessario aggiustamento fiscale.

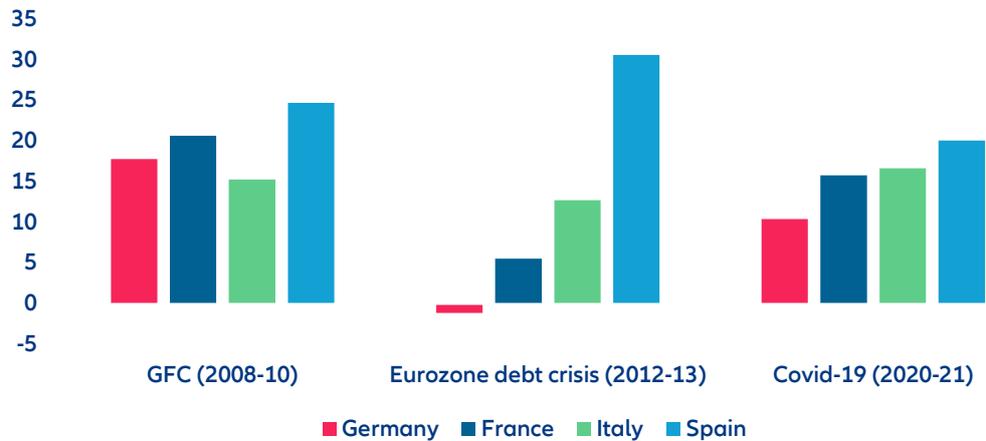
Mentre la politica fiscale è al centro della scena nel mitigare il costo economico dell'attuale crisi energetica, tutti gli occhi sono puntati sull'imminente annuncio di bilancio da parte di diversi governi dell'Eurozona. Con la politica monetaria che diventa sempre più restrittiva, i ministri delle finanze devono trovare un delicato equilibrio tra l'estensione del sostegno fiscale mirato e l'eventuale esaurimento dello spazio fiscale disponibile. I budget pianificati influenzeranno in modo significativo la sostenibilità del debito in un momento in cui la crescita sta scivolando e i costi di rifinanziamento sono in aumento.

Finora, i bilanci annunciati suggeriscono un continuo sostegno alla crisi fino al prossimo anno e un aggiustamento fiscale prolungato. Il 26 settembre il governo francese ha pubblicato il progetto di legge di bilancio per il 2023, che estende le misure di sostegno alle famiglie e alle imprese, ma implica comunque una riduzione complessiva della spesa reale a causa di tagli alla spesa in settori non essenziali e di un aumento delle imposte sulle società energetiche. Tuttavia, l'estensione dei massimali sulle tariffe energetiche regolamentate e l'offerta di tagli fiscali effettivi attraverso l'indicizzazione dell'inflazione limitano l'aggiustamento fiscale a solo lo 0,2% del PIL. In Germania, i piani attuali suggeriscono un deficit di bilancio inferiore al 3% del PIL il prossimo anno. All'inizio di questo mese, il governo ha anche annunciato che il freno costituzionale al debito non sarà toccato dall'attuale pacchetto di sgravi da 65 miliardi di euro. Anche l'appena annunciato "scudo protettivo" per finanziare un tetto al prezzo del gas, per il quale sono stati stanziati fino a 200 miliardi di euro (5,6% del PIL), non richiederebbe un bilancio supplementare (ma il costo esatto dipenderà da specifiche che devono ancora essere decise nelle prossime settimane). Mentre il Consiglio dei Ministri italiano ha approvato le proiezioni economiche e fiscali aggiornate il 28 settembre, il progetto di bilancio per il 2023 è atteso solo per novembre a causa delle recenti elezioni parlamentari che hanno portato al potere una nuova coalizione di destra. Come in Germania e in Francia, anche in Italia è probabile che il sostegno alla crisi faccia slittare il consolidamento fiscale. Complessivamente, per il 2023, prevediamo un calo del deficit di bilancio in Italia (-4,6%) e, in misura minore, in Germania (-2,5%) e Spagna (-5,4%). Il deficit di bilancio è destinato ad aumentare solo in Francia, a -5,5% del PIL.

Negli ultimi due decenni, l'unico modo per il debito pubblico dell'Eurozona è stato quello di salire.

Il debito pubblico dell'Eurozona rispetto al PIL è aumentato di un enorme +50% dal 2007. Durante questo periodo, i governi hanno fatto ricorso a un ampio sostegno fiscale per mitigare le conseguenze economiche di tre grandi crisi: Quando lo shock di Covid-19 ha colpito le economie dell'Eurozona all'inizio del 2020, molte di esse erano ancora alle prese con il debito pregresso accumulato in seguito alla crisi finanziaria globale (GFC) e alla successiva crisi del debito dell'Eurozona. Di conseguenza, il rapporto debito pubblico/PIL dell'Eurozona è balzato a un nuovo massimo storico del 97% nel 2020. Nel frattempo, il calo dei tassi d'interesse ha contribuito a compensare l'aumento del debito, facendo scendere i tassi di rifinanziamento (Figura 1).

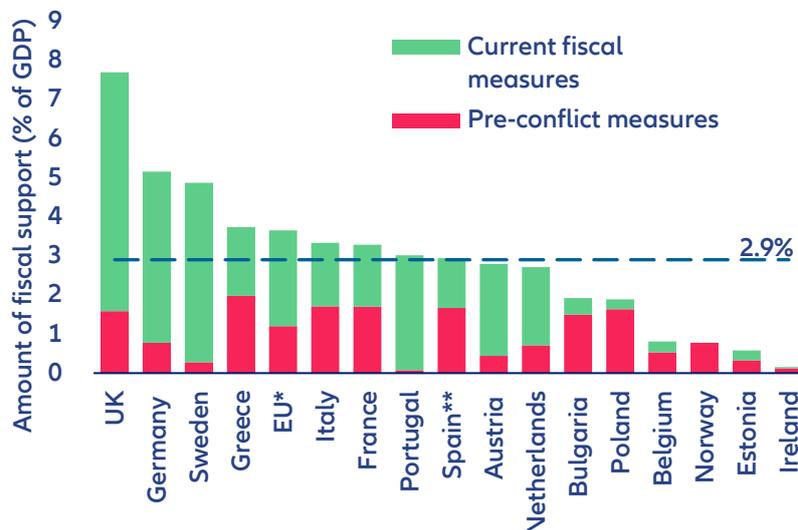
Figura 1: Variazione del rapporto debito pubblico/PIL durante i periodi di crisi (SPA)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Nel 2022-23, le finanze pubbliche dell'Eurozona rimarranno sotto pressione, con la politica fiscale ancora una volta chiamata a contribuire ad attenuare le ricadute economiche dell'evoluzione della crisi energetica. La maggior parte dei governi ha già annunciato un'ampia gamma di misure di sostegno per lo più mirate, che coprono sia le famiglie che le imprese per un importo pari al 3% del PIL (grafico 2). L'aggiunta di garanzie sul debito pubblico e linee di liquidità alle utility energetiche spingerebbe il potenziale conto fiscale a circa mezzo trilione di euro. Di conseguenza, prevediamo che il rapporto debito pubblico aggregato dell'Eurozona rimarrà vicino al 100% nel 2022-23.

Figura 2: Misure fiscali per affrontare l'impatto della crisi energetica e del costo della vita

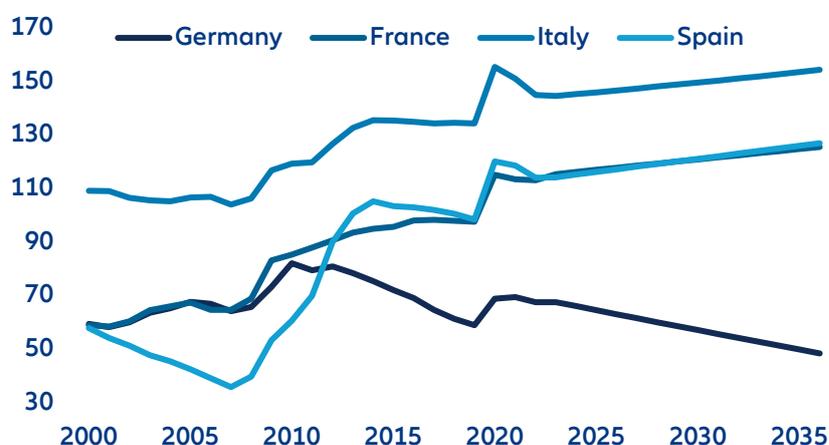


Fonti: Autorità nazionali, Bruegel, Allianz Research. Nota: le misure fiscali includono trasferimenti relativi all'energia, massimali tariffari e supplementi energetici ridotti, nonché linee di credito alle utility energetiche (ad esempio Austria, Germania, Svezia e Regno Unito). */ L'UE è approssimata come media ponderata per il PIL dei paesi campione; **/ assume un sussidio energetico di 150 euro per 11,5 milioni di famiglie (a basso reddito); / comprende l'attuale pacchetto di 56 miliardi di EUR, ma non prende in considerazione ulteriori misure proposte.

È stato divertente finché è durato, ma pensiamo che i giorni migliori per il debito sovrano siano finiti.

Il ritorno dell'inflazione è un vero punto di svolta per la dinamica del debito dell'Eurozona. In effetti, non ci aspettiamo che l'inflazione torni presto ai livelli anemici pre-Covid-19. Per giungere a questo, le "tre D" – demografia, decarbonizzazione e deglobalizzazione – probabilmente manterranno elevate le pressioni sui prezzi. Un'inflazione più elevata aiuta a migliorare il rapporto debito/PIL aumentando la crescita del PIL nominale. Tuttavia, questo effetto tende ad essere di breve durata in quanto le banche centrali aumentano i tassi di interesse per controllare l'inflazione. L'aumento dei tassi di interesse nel frattempo alimenterà lentamente ma inesorabilmente un onere di interesse più elevato per gli emittenti sovrani. In questo nuovo contesto, anche stabilizzare gli oneri del debito pubblico si rivelerà una battaglia in salita..

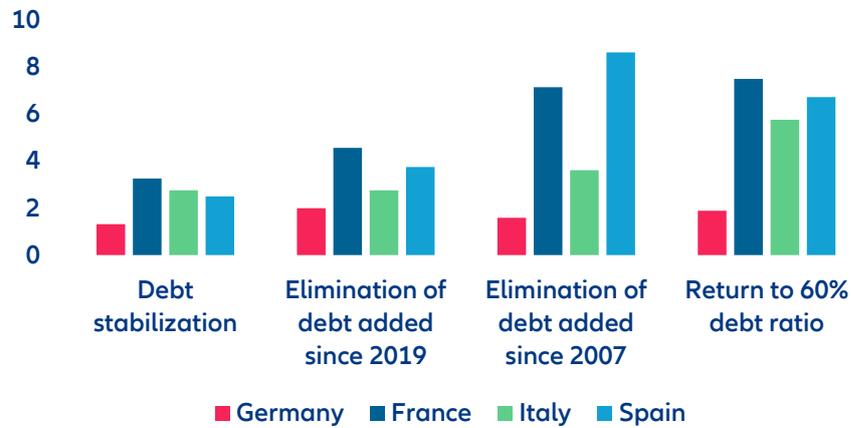
Figura 2: Scenario di base per il debito pubblico dell'Eurozona (% PIL)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

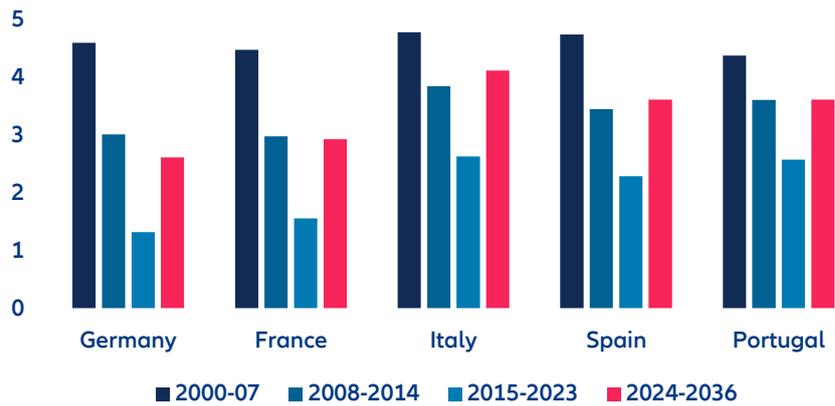
Cosa ci vorrebbe per stabilizzare il debito ai livelli attuali, o addirittura tornare al rapporto debito/PIL del 60% delineato nel Trattato di Maastricht? Con l'aiuto del nostro [interactive Debt Tool](#), valutiamo le conseguenze di questa mutata realtà del debito nei quattro maggiori paesi dell'Eurozona proiettando il probabile andamento del debito su un orizzonte di 15 anni (Allegato). Dato il deterioramento del saldo primario dal 2020, tutti i pesi massimi dell'Eurozona dovrebbero apportare miglioramenti significativi. Tra le quattro maggiori economie dell'Eurozona, solo la Germania riuscirà a ridurre il debito pubblico (Figura 2). Per stabilizzare il debito ai livelli attuali, la Francia si distingue come il paese che affronta il maggiore aggiustamento da un disavanzo primario previsto del -3,7% nel 2023 a una media del -0,5% nel periodo 2024-36. Ma dato l'attuale piano del governo di ridurre il deficit di bilancio a meno del 3% del PIL solo nel 2027, un significativo aggiustamento fiscale potrebbe rivelarsi difficile. In effetti, la Francia è riuscita a registrare un disavanzo primario del -0,5% o meno solo quattro volte dal 2000 (figura 3).

Figura 3: Miglioramento necessario del saldo primario (in SPA) per conseguire gli obiettivi di consolidamento nel periodo 2024-36



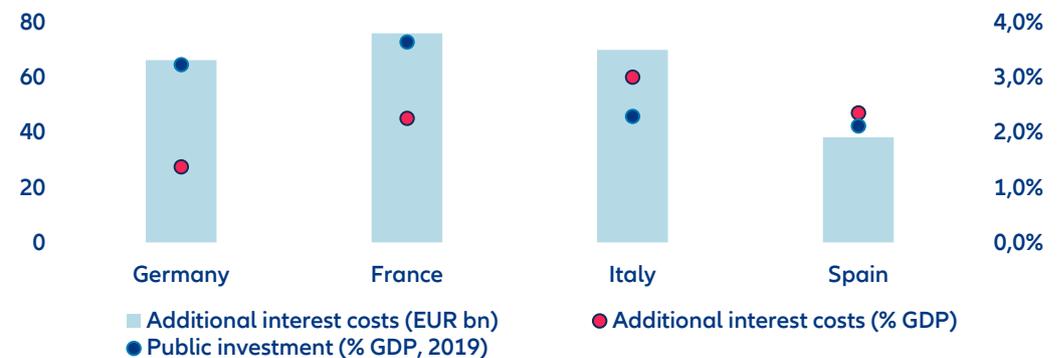
Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Figura 4: Tasso medio di interesse sul debito (%)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

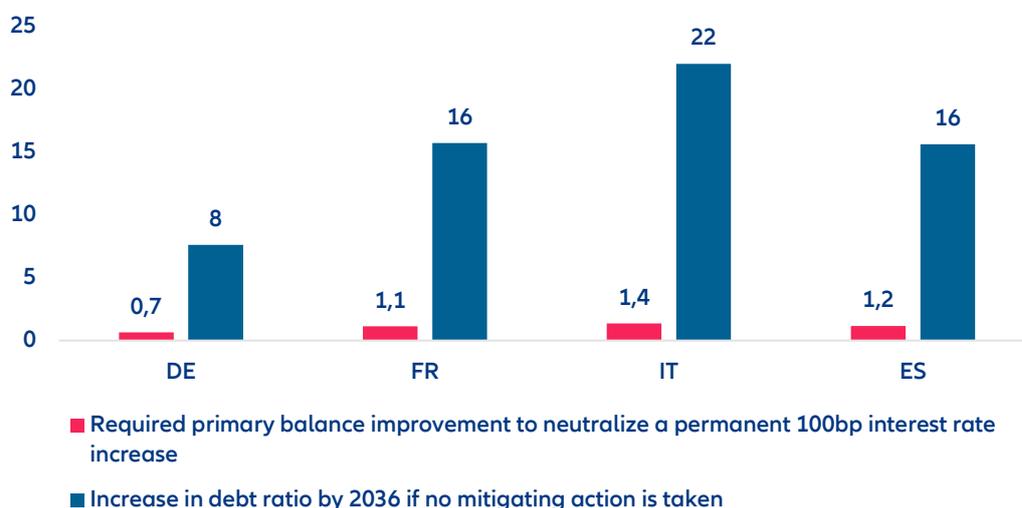
Figura 5: Costi per interessi aggiuntivi (% PIL, miliardi di EUR, lhs) una volta che il livello dei tassi di interesse più elevato si è pienamente alimentato al tasso di interesse medio sul debito rispetto agli investimenti pubblici nel 2019 (% PIL)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Attenzione ai postumi di una sbornia di interessi in vista! Mentre le prospettive del debito sovrano entrano in una nuova fase, i governi devono essere consapevoli dell'incombente sbornia del debito derivante dal crescente onere degli interessi. In base alle nostre previsioni sui tassi d'interesse, il tasso d'interesse medio sul debito pubblico tornerà ai livelli visti l'ultima volta nel periodo 2008-14, ossia prima che la BCE intraprendesse il quantitative easing. Assumendo che il rapporto debito pubblico/PIL si mantenga costante nell'orizzonte di previsione, il conto aggiuntivo della spesa per interessi in rapporto al PIL ammonterà all'1,4% in Germania, al 2,3% in Francia, al 2,4% in Spagna e all'enorme 3% in Italia (Figure 4 e 5). Per questi ultimi due Paesi, l'onere di bilancio aggiunto supera quello speso per gli investimenti pubblici totali in rapporto al PIL nel 2019. Se i tassi di interesse dovessero aumentare più del previsto (ad esempio di altri 100 punti base), sarebbe necessaria una stretta fiscale più forte per neutralizzare l'impatto negativo sulle dinamiche del debito - da 0,7 punti percentuali in Germania al doppio in Italia (Figura 6).

Figura 6: Miglioramento del saldo primario richiesto per neutralizzare un ulteriore aumento di +100 pb dei tassi di interesse e aumento del rapporto debito/PIL previsto entro il 2036 in assenza di azioni di mitigazione



Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

In questo contesto, i governi dell'Eurozona devono chiaramente rendere le loro finanze pubbliche a prova di futuro ora. Un disavanzo primario vicino alla media storica di lungo termine non sarà sufficiente a ridurre i livelli di debito in diversi paesi chiave dell'Eurozona in un contesto di aumento dei tassi di interesse. Date le crescenti richieste di politica fiscale, è improbabile che la sola riduzione della spesa pubblica (o la riallocazione dei fondi a misure più favorevoli alla crescita) sia un'opzione. Invece, i governi dovrebbero piuttosto (i) ridurre la spesa inutile attuando revisioni globali della spesa, (ii) attuare riforme strutturali che stimolano la crescita per aumentare la crescita potenziale e (iii) dare priorità agli investimenti pubblici rispetto ai consumi, utilizzando fondi pubblici limitati per attirare investimenti privati.

Approfondimenti sui paesi

Germania: sei anni prima di raggiungere il criterio del 60% del debito

La Germania rimarrà una chiara anomalia fiscale in tutte le maggiori economie dell'Eurozona. Prevediamo che il rapporto debito pubblico/PIL della Germania scenderà al di sotto della soglia del 60%, prima di raggiungere un nuovo minimo storico entro la fine dell'orizzonte di previsione.

Dopo essere sceso brevemente al di sotto del criterio del livello di debito del 60% nel 2019 – per la prima volta dal 2002 – l'onere del debito della Germania è salito oltre il 69% nel 2021 sulla scia dello shock Covid-19. Prevediamo che rimarrà vicino al 70% nel 2022-23. Per l'orizzonte di previsione 2024-36, stimiamo che la crescita del PIL reale tedesco si attesti in media a +1,1%. Prevediamo un'inflazione del +2%, superiore alla media registrata negli ultimi due decenni. Il tasso di interesse medio sul debito dovrebbe aumentare solo modestamente dal minimo storico dello 0,9% nel 2021 a una media del 2,6% nel periodo 2024-36. Ipotizzando avanzi primari medi del +1,2% in linea con la media registrata nei due decenni precedenti lo shock Covid-19, il disavanzo primario atteso per la Germania del -0,4% è superiore a quanto sarebbe necessario per stabilizzare il debito. Pertanto, prevediamo che il livello del debito della Germania scenderà gradualmente al 48% entro il 2036, in particolare al di sotto del criterio del debito del 60% di Maastricht.

Figura 7: Germania – Saldo primario stabilizzatore del debito (% PIL)

| Germany: Debt stabilizing primary balance (% GDP) | | | | | | | | | | |
|---|-----|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | Nominal GDP growth (%) | | | | | | | | |
| | | 1 | 1.5 | 2 | 2.5 | 3 | 3.5 | 4 | 4.5 | 5 |
| Average interest rate on government debt (%) | 1 | 0.0 | -0.4 | -0.7 | -1.0 | -1.3 | -1.6 | -2.0 | -2.3 | -2.6 |
| | 1.5 | 0.4 | 0.0 | -0.4 | -0.7 | -1.0 | -1.3 | -1.6 | -2.0 | -2.3 |
| | 2 | 0.7 | 0.4 | 0.0 | -0.4 | -0.7 | -1.0 | -1.3 | -1.6 | -2.0 |
| | 2.5 | 1.0 | 0.7 | 0.4 | 0.0 | -0.4 | -0.7 | -1.0 | -1.3 | -1.6 |
| | 3 | 1.3 | 1.0 | 0.7 | 0.4 | 0.0 | -0.4 | -0.7 | -1.0 | -1.3 |
| | 3.5 | 1.7 | 1.3 | 1.0 | 0.7 | 0.4 | 0.0 | -0.4 | -0.7 | -1.0 |
| | 4 | 2.0 | 1.7 | 1.3 | 1.0 | 0.7 | 0.4 | 0.0 | -0.4 | -0.7 |
| | 4.5 | 2.4 | 2.0 | 1.7 | 1.3 | 1.0 | 0.7 | 0.4 | 0.0 | -0.4 |
| | 5 | 2.7 | 2.4 | 2.0 | 1.7 | 1.3 | 1.0 | 0.7 | 0.4 | 0.0 |

Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Nota: la tabella mostra il saldo primario stabilizzatore del debito per le combinazioni di crescita del PIL nominale e tasso di interesse effettivo implicito sul debito. La stella rossa assomiglia alla costellazione che assumiamo nel nostro caso base andando avanti. **Celle ombreggiate in rosso** = È necessario un avanzo primario per stabilizzare il debito, **Celle ombreggiate in verde** = Un disavanzo primario è sufficiente per stabilizzare il debito.

Francia: non c'è molto spazio per gli errori politici

Non ci aspettiamo che il rapporto debito pubblico/PIL francese diminuisca affatto nell'orizzonte temporale di previsione. Il debito pubblico francese non ha mai intrapreso una chiara tendenza al ribasso all'indomani della crisi del debito dell'Eurozona. In effetti, un nuovo massimo record è stato raggiunto nel 2020 al 115% del PIL, quasi il doppio del livello del 2000. Per l'orizzonte di previsione 2024-36, stimiamo che la crescita del PIL reale francese si attesterà in media al +1,3%, sostanzialmente in linea con la media dell'Eurozona, mentre prevediamo che l'inflazione si aggirerà intorno al +2%. Per quanto riguarda il tasso di interesse medio sul debito pubblico, prevediamo un netto aumento dall'1,2% nel 2021 al 2,9% in media nell'orizzonte di previsione. Un disavanzo primario atteso pari a -1,2% - in linea con la media storica - non sarà sufficiente a consentire una riduzione del rapporto debito/PIL. In queste condizioni, il debito pubblico rimarrebbe su una chiara traiettoria ascendente nell'orizzonte di previsione, raggiungendo il 125% del PIL entro il 2036..

Figura 8: Francia – Saldo primario stabilizzatore del debito (% PIL)

| | | France: Debt stabilizing primary balance (% GDP) | | | | | | | | | |
|--|-----|--|------|------|------|------|------|------|------|------|--|
| | | Nominal GDP growth (%) | | | | | | | | | |
| Average interest rate on government debt (%) | | 1 | 1.5 | 2 | 2.5 | 3 | 3.5 | 4 | 4.5 | 5 | |
| | 1 | 0.0 | -0.6 | -1.1 | -1.7 | -2.2 | -2.8 | -3.3 | -3.9 | -4.4 | |
| | 1.5 | 0.6 | 0.0 | -0.6 | -1.1 | -1.7 | -2.2 | -2.8 | -3.3 | -3.9 | |
| | 2 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | -0.6 | -1.1 | -1.7 | -2.2 | -2.8 | -3.3 | |
| | 2.5 | 1.7 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | -0.6 | -1.1 | -1.7 | -2.2 | -2.8 | |
| | 3 | 2.3 | 1.7 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | -0.6 | -1.1 | -1.7 | -2.2 | |
| | 3.5 | 2.8 | 2.3 | 1.7 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | -0.6 | -1.1 | -1.7 | |
| | 4 | 3.4 | 2.8 | 2.3 | 1.7 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | -0.6 | -1.1 | |
| | 4.5 | 4.0 | 3.4 | 2.8 | 2.3 | 1.7 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | -0.6 | |
| | 5 | 4.5 | 4.0 | 3.4 | 2.8 | 2.3 | 1.7 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | |

Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Nota: la tabella mostra il saldo primario stabilizzatore del debito per le combinazioni di crescita del PIL nominale e tasso di interesse effettivo implicito sul debito. La stella rossa assomiglia alla costellazione che assumiamo nel nostro caso base andando avanti. Celle ombreggiate in rosso = È necessario un avanzo primario per stabilizzare il debito, Celle ombreggiate in verde = Un disavanzo primario è sufficiente per stabilizzare il debito.

Italia: nessun progresso sulla riduzione del debito

Le finanze pubbliche italiane sono state a lungo l'elefante nella stanza – durante la crisi del debito dell'Eurozona e ancora di più durante la crisi del Covid-19, che ha spinto il suo rapporto debito/PIL di oltre 20 punti percentuali a quasi il 155%. Il problema chiave che ha frenato una riduzione più significativa del debito pubblico è stata la bassa crescita del PIL nominale, che ha registrato un +2% all'anno in media nei due decenni precedenti lo shock da Covid-19.

Tuttavia, vediamo motivi per essere più ottimisti sulle prospettive di crescita. In particolare, il dividendo di crescita atteso dalla riuscita attuazione del piano italiano per la ripresa e la resilienza (RRP) da 238 miliardi di euro nell'ambito di NGEU – che si concentra su maggiori investimenti pubblici abbinati a riforme chiave del sistema giudiziario, della pubblica amministrazione e della concorrenza – giustifica un lieve miglioramento delle aspettative di crescita del PIL italiano. Grazie a una leggera revisione al rialzo delle nostre previsioni di inflazione, il PIL nominale dell'Italia sembra ora destinato ad espandersi a +2,5% in media fino al 2036.

Tassi di interesse più elevati aumenteranno i venti contrari del consolidamento fiscale. Prevediamo che il tasso di interesse medio sul debito aumenterà gradualmente – supponendo che il prossimo governo continui a perseguire misure politiche fiscalmente responsabili – dal 2,3% nel 2021 a una media del 4,1% nell'orizzonte di previsione. Nel frattempo, l'avanzo primario del +1,6% dovrebbe registrare vicino alla media negli ultimi due decenni. In queste condizioni, il debito pubblico italiano aumenterebbe – anche se molto gradualmente – nell'orizzonte di previsione, raggiungendo il 154% entro il 2036.

Figura 9: Italia – Saldo primario di stabilizzazione del debito (% PIL)

| Italy: Debt stabilizing primary balance (% GDP) | | | | | | | | | | |
|---|-----|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | Nominal GDP growth (%) | | | | | | | | |
| | | 1 | 1.5 | 2 | 2.5 | 3 | 3.5 | 4 | 4.5 | 5 |
| Average interest rate on government debt (%) | 1 | 0.0 | -0.7 | -1.4 | -2.1 | -2.8 | -3.5 | -4.2 | -4.8 | -5.5 |
| | 1.5 | 0.7 | 0.0 | -0.7 | -1.4 | -2.1 | -2.8 | -3.5 | -4.2 | -4.8 |
| | 2 | 1.4 | 0.7 | 0.0 | -0.7 | -1.4 | -2.1 | -2.8 | -3.5 | -4.2 |
| | 2.5 | 2.1 | 1.4 | 0.7 | 0.0 | -0.7 | -1.4 | -2.1 | -2.8 | -3.5 |
| | 3 | 2.8 | 2.1 | 1.4 | 0.7 | 0.0 | -0.7 | -1.4 | -2.1 | -2.8 |
| | 3.5 | 3.5 | 2.8 | 2.1 | 1.4 | 0.7 | 0.0 | -0.7 | -1.4 | -2.1 |
| | 4 | 4.2 | 3.5 | 2.8 | 2.1★ | 1.4 | 0.7 | 0.0 | -0.7 | -1.4 |
| | 4.5 | 4.9 | 4.2 | 3.5 | 2.8 | 2.1 | 1.4 | 0.7 | 0.0 | -0.7 |
| | 5 | 5.7 | 4.9 | 4.2 | 3.5 | 2.8 | 2.1 | 1.4 | 0.7 | 0.0 |

Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Nota: la tabella mostra il saldo primario stabilizzatore del debito per le combinazioni di crescita del PIL nominale e tasso di interesse effettivo implicito sul debito. La stella rossa assomiglia alla costellazione che assumiamo nel nostro caso base andando avanti. **Celle ombreggiate in rosso** = È necessario un avanzo primario per stabilizzare il debito, **Celle ombreggiate in verde** = Un disavanzo primario è sufficiente per stabilizzare il debito.

Spagna: un disavanzo primario vischioso tiene sotto controllo il consolidamento del debito

Il rapporto debito pubblico/PIL della Spagna ha raggiunto un nuovo record del 120% nel 2020, con un aumento di quasi 3,5 volte rispetto al 2007. Prevediamo una crescita media del PIL reale del +1,9% nei prossimi 15 anni. Nel frattempo, l'inflazione dovrebbe attestarsi intorno al +2%. Il tasso di interesse medio sul debito pubblico aumenterà notevolmente, passando dall'1,9% nel 2021 a una media di lungo termine di circa il 3,6% per il periodo 2024-36. La Spagna dovrebbe generare disavanzi primari annuali pari a -1,3% rispetto al PIL. In questo scenario, il debito pubblico spagnolo rimarrebbe su una traiettoria ascendente, raggiungendo il 127% nel 2036.

Figura 10: Spagna – Saldo primario di stabilizzazione del debito (% PIL)

| Spain: Debt stabilizing primary balance (% GDP) | | | | | | | | | | |
|---|-----|------------------------|------|------|------|------|------|-------|------|------|
| | | Nominal GDP growth (%) | | | | | | | | |
| | | 1 | 1.5 | 2 | 2.5 | 3 | 3.5 | 4 | 4.5 | 5 |
| Average interest rate on government debt (%) | 1 | 0.0 | -0.6 | -1.2 | -1.7 | -2.2 | -2.8 | -3.3 | -3.9 | -4.4 |
| | 1.5 | 0.6 | 0.0 | -0.6 | -1.2 | -1.7 | -2.2 | -2.8 | -3.3 | -3.9 |
| | 2 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | -0.6 | -1.2 | -1.7 | -2.2 | -2.8 | -3.3 |
| | 2.5 | 1.7 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | -0.6 | -1.2 | -1.7 | -2.2 | -2.8 |
| | 3 | 2.3 | 1.7 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | -0.6 | -1.2 | -1.7 | -2.2 |
| | 3.5 | 2.8 | 2.3 | 1.7 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | ★-0.6 | -1.2 | -1.7 |
| | 4 | 3.4 | 2.8 | 2.3 | 1.7 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | -0.6 | -1.2 |
| | 4.5 | 4.0 | 3.4 | 2.8 | 2.3 | 1.7 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | -0.6 |
| | 5 | 4.5 | 4.0 | 3.4 | 2.8 | 2.3 | 1.7 | 1.1 | 0.6 | 0.0 |

Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Nota: la tabella mostra il saldo primario stabilizzatore del debito per le combinazioni di crescita del PIL nominale e tasso di interesse effettivo implicito sul debito. La stella rossa assomiglia alla costellazione che assumiamo nel nostro caso base andando avanti. **Celle ombreggiate in rosso** = È necessario un avanzo primario per stabilizzare il debito, **Celle ombreggiate in verde** = Un disavanzo primario è sufficiente per stabilizzare il debito..

ALLEGATO

Con l'aiuto del nostro [interactive Debt Tool](#), valutiamo le conseguenze di questa mutata realtà del debito nei quattro maggiori paesi dell'Eurozona proiettando il probabile andamento del debito su un orizzonte temporale di 15 anni. Ci riferiamo alla seguente equazione per il debito pubblico (D) utilizzando ipotesi a lungo termine per la crescita del PIL nominale (g), il saldo primario (PB), cioè la differenza tra entrate e spese pubbliche, e il tasso di interesse medio sul debito pubblico (r):

$$D_t = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} D_{t-1} - PB_t.$$

Il nostro scenario di base si basa sulla nostra previsione a 15 anni del saldo primario e della crescita reale, le due variabili fortemente influenzate dalla politica governativa attraverso le decisioni sulle riforme economiche, la spesa e la tassazione. In particolare per il saldo primario, scegliamo la media storica a lungo termine nel periodo 2000-2019. Partiamo inoltre dal presupposto che la BCE raggiungerà il suo obiettivo di inflazione del 2% nel medio termine dopo aver anticipato i suoi piani di normalizzazione della politica aumentando rapidamente il tasso di riferimento in territorio neutrale – almeno l'1,5%. Con un tasso reale neutrale dello 0% nell'Eurozona, ciò significherebbe che i costi di rifinanziamento per i governi aumenterebbero di circa 200 punti base (senza una variazione del premio di rischio) nel lungo termine. Prendiamo in considerazione l'onere degli interessi come tasso di interesse medio ponderato sul debito (non il tasso corrente di mercato) e calcoliamo il costo di rifinanziamento dal rinnovamento del debito in base alla durata media ponderata del debito in essere (ad esempio, per la Germania, ogni anno, circa il 14% dello stock di debito è soggetto a un tasso di interesse crescente).¹

¹ Un'ultima semplificazione consiste nell'ignorare gli aggiustamenti stock-flow, che tengono conto delle variazioni del debito pubblico non attraverso il saldo di bilancio. Ne sono un esempio, da un lato, i proventi delle privatizzazioni (impatto di riduzione del debito) e, dall'altro, i prestiti pubblici concessi o le iniezioni di capitale nelle imprese (impatto di aumento del debito). Dato l'ampio ricorso alle garanzie pubbliche durante la crisi del Covid-19 e i primi accenni a una politica simile durante la crisi energetica, è probabile che la nostra analisi sovrastimi qualsiasi calo del debito pubblico.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes.