



photo © Freepick

Sotto schiaffo

Il Continente del debito insostenibile

Il massiccio indebitamento delle Afriche ne sta frenando un percorso di sviluppo sostenibile. Il tema è tornato in misura rilevante al centro del dibattito economico e politico per la vastità e complessità del problema. La gran parte dei Paesi accumula debito per fronteggiare una spesa pubblica crescente e per contenere fattori di stress provenienti dall'esterno. Ma oggi quali spazi di manovra ci sono per invertire la rotta nel contesto di relazioni e influenze geopolitiche sempre più agguerrite tra i maggiori creditori globali? Il ruolo della Cina e non solo...

L'AD del Fondo Monetario Internazionale (FMI) Kristalina Georgieva ha recentemente fatto sapere che la risoluzione del default dell'Etiopia è in dirittura d'arrivo. L'Etiopia è uno dei paesi africani, assieme a Ciad, Ghana e Zambia, che si sono dichiarati insolventi dalla pandemia in poi. L'Angola è invece ricorso a negoziati bilaterali per ristrutturare parte del suo debito estero nel 2020.

Il debito pubblico è tornato al centro dell'attenzione nel dibattito economico e politico sul Continente africano, quasi 20 anni dopo la campagna per la cancellazione del debito per gli Heavily Indebted Poor Countries (HIPC). Da allora la maggior parte dei Paesi africani ha ricominciato ad accumulare debito sia per far fronte ad una spesa pubblica crescente sia per contenere fattori di stress esterni. Ma come siamo arrivati fino a qui? E quali sono gli strumenti a disposizione di Paesi altamente indebitati per creare spazio per investimenti futuri, nel contesto di relazioni geopolitiche sempre più complesse tra i principali creditori del Continente?

L'aumento del debito pubblico africano

Nell'ultimo *Regional Economic Outlook. Sub-Saharan Africa* (ottobre 2024) il FMI ha elogiato la regione per la riduzione del deficit fiscale dalla fine della pandemia e la conseguente stabilizzazione del debito pubblico, seppur ad un elevato 59,7% del Pil. Dalla conclusione dell'HIPC, il debito pubblico lordo è aumentato di 36 punti percentuali. La tendenza al rialzo è particolarmente evidente dal periodo 2014-2015 in poi e si è accentuata col COVID-19. Nel periodo 2007-2024 la spesa pubblica annua media in rapporto al Pil è aumentata di 1,7 punti percentuali rispetto ai 7 anni precedenti, mentre le entrate fiscali e il tasso di crescita economica medi sono diminuiti di 3 punti percentuali ciascuno. Questo aumentare della spesa pubblica è dovuta sia a shock esterni che a sviluppi domestici. Ad esempio, il crollo del prezzo del petrolio nel 2014-2015 ha visto l'innalzamento del deficit fiscale dallo 0,72 % del Pil (2008-2013) all'1,94% del Pil (2014-2019) a fronte di investimenti pubblici invariati (21,5% del Pil)¹. La regione è così arrivata al 2020 con 16 Paesi "ad alto rischio" di una crisi del debito, secondo il FMI. Durante la pandemia, l'iniziativa di sospensione dei pagamenti del debito pubblico (DSSI) attuata dal G20 ha fornito ad alcuni Paesi un po' di spazio di manovra. Nuovi shock esterni² – la guerra in Ucraina e l'aumento dei tassi d'interesse della Federal Reserve – si sono sovrapposti ad instabilità politica locale,

1. Fondo Monetario Internazionale, *World Economic Outlook Database*, ottobre 2022.

2. *Ibidem*.

soprattutto nel Sahel e nel Corno d'Africa. Di conseguenza Ciad, Etiopia e Mali hanno avviato processi di ristrutturazione del debito.

Una politica fiscale poco oculata e trasparente ha visto lo stesso succedere in Ghana e Zambia. Il Ghana, dopo aver beneficiato dell'HIPC nei primi anni 2000, aveva visto il proprio debito pubblico ridursi dall'80% al 20% del Pil³. Il Paese ha poi ricominciato a contrarre debito velocemente, specialmente in occasione delle tornate elettorali (+3% del Pil in media ad ogni elezione secondo il FMI). Al tempo stesso, il livello di corruzione nel Paese è peggiorato (dal 60esimo al 72esimo posto, su 182, tra il 2000 al 2022, secondo Transparency International). Il Paese è poi passato dal 60% del Pil in debito pubblico nel 2020 al 100% del Pil a fine 2022, quando l'impatto dell'elezione del dicembre 2020 si è sovrapposto a quello della pandemia. Con il 70% delle entrate pubbliche utilizzate per il pagamento di interessi (nel 2006 era solo il 10%)⁴ e l'incapacità di rifinanziare il proprio debito, il Ghana si è visto costretto ad entrare in stato di insolvenza e a chiedere aiuto al FMI nel 2022. Il Paese ha completato la ristrutturazione delle obbligazioni con i creditori privati nell'ottobre dell'anno scorso ed è in procinto di fare altrettanto con altri creditori.

L'evoluzione del debito regionale

Dopo l'HIPC, il debito estero regionale ha subito un'evoluzione. La percentuale dovuta a donatori multilaterali (Banca Mondiale, FMI, cc.) è rimasta pressoché invariata, mentre è cresciuta quella dovuta a creditori privati – fondi pensione, di risparmio e hedge funds – sotto forma di Eurobond, grazie al migliore accesso ai mercati nel periodo del cosiddetto "quantitative easing". Secondo la Banca Mondiale, i creditori privati detengono circa il 40% del debito estero dei Paesi dell'Africa subsahariana – percentuale che era pressoché nulla pre-HIPC. Questo debito è a costo più elevato, a più breve termine e a più alto rischio di rifinanziamento, ma rappresenta anche un più vasto pool a cui attingere.

Un altro creditore che è emerso negli ultimi vent'anni è la Cina. Secondo la Banca Mondiale, Pechino detiene il 17% del debito estero africano, circa 170 miliardi di dollari⁵. Nel 2017 la Cina è diventata il più grande creditore ufficiale al mondo, sorpassando FMI/Banca Mondiale e il Club di Parigi – il gruppo di Paesi occidentali che deteneva buona parte del debito africano pre-HIPC. L'importanza finanziaria e politica di quest'ultimo si è ridimensionata a pari passo con la diminuzione (-40% dal 2007⁶) dei suoi prestiti alla regione. Il peso della Cina come creditore nei vari Paesi del Continente è, però, molto vario. Ad esempio, in sei Paesi africani detiene una quota maggioritaria, mentre in Ghana deteneva il 5% del debito prima della ristrutturazione⁷. Molti prestiti vengono inoltre elargiti da partecipate statali cinesi la cui categorizzazione in creditore pubblico o privato è oggetto di dibattito.

Non da ultimo, un cambiamento positivo registratosi dal 2007 è l'aumento della percentuale di debito pubblico in valuta locale. Attualmente questa rappresenta poco più della metà del debito pubblico regionale: un dato più che raddoppiato dal 2007, segno sia del successo delle iniziative di capacity building dei mercati locali di molti governi e donatori internazionali, sia dell'impossibilità di alcuni Paesi di accedere ai mercati internazionali verificatasi a più riprese (ad esempio, durante la pandemia).

Quali sono gli strumenti a disposizione per affrontare i default?

Nel 2020, con l'aumento dei casi di default, i Paesi del G20 introdussero il Common Framework (CF) con l'intento di portare questo gruppo eterogeneo di creditori allo stesso tavolo negoziale sulla base del principio del burden sharing – la condivisione degli oneri – e favorire il raggiungimento in breve tempo di soluzioni efficaci. Purtroppo, com'è variegata la composizione del gruppo di creditori, così lo sono i loro obiettivi. Il CF, inoltre, non è altro che un quadro di riferimento basato su principi guida generali, piuttosto che su procedure e tappe specifiche. Ogni caso di applicazione ha finora declinato questi principi in maniera diversa, risultando dispen-

3. *Ibidem*.

4. *Ibidem*.

5. Banca Mondiale, *World Bank Open Data Database*.

6. Fondo Monetario Internazionale, *World Economic Outlook Database*, ottobre 2022.

7. *Ibidem*.

dioso in termini sia di tempo che economici e vanificando in una certa misura l'utilità stessa di avere un framework comune per queste situazioni. Questo ha minato la credibilità politica del CF sulla scena internazionale. Le esperienze di Ciad e Zambia lo illustrano bene. Il Ciad, i cui maggiori creditori erano una compagnia multinazionale e la Cina, è riuscito a trovare un accordo nell'arco di un anno circa. Per lo Zambia ci sono voluti tre anni. Durante questo periodo il Paese non ha avuto accesso a nuovi prestiti, ha dovuto imporre più sacrifici alla popolazione e si è sentito ostaggio della guerra per procura tra due superpotenze – Stati Uniti e Cina.

Le questioni da risolvere per migliorare il CF sono molteplici. In primis, i creditori privati e la Cina spesso lamentano che la prassi da parte del Fondo di preparare la Debt Sustainability Analysis (DSA) – con parametri prefissati, scenari macroeconomici non dibattuti apertamente, ecc. – senza la partecipazione dei creditori sia da rivedere. La Cina denuncia, inoltre, la mancata inclusione dell'ammontare dovuto alla Banca Mondiale e al FMI nel perimetro del debito da ristrutturare, ripetendo il suo dissenso di lunga data sull'architettura finanziaria internazionale. In aggiunta, essa contesta la mancanza di flessibilità nel tipo di proposte che ciascun creditore può avanzare per ristrutturare il proprio debito. Notoriamente la Cina preferisce ridurre il valore attuale netto (VAN) del debito tramite l'estensione della data di maturazione delle obbligazioni e la sospensione momentanea del pagamento d'interessi, piuttosto che attraverso un cosiddetto haircut, cioè il taglio del valore nominale del debito. Non da ultimo, gli Stati Uniti e le organizzazioni internazionali hanno accusato la Cina di rallentare deliberatamente i processi di ristrutturazione in cui è coinvolta e hanno richiesto una revisione delle policy del FMI.

Nel febbraio 2022 il Fondo e il G20 hanno lanciato la Global Sovereign Debt Roundtable (GSDR) che riunisce i vari creditori e i Paesi debitori allo scopo di migliorare l'impostazione del CF. La risoluzione di default come quelli dello Zambia e del Ghana l'anno scorso fanno ben sperare sulla qualità del dialogo tra le parti a cui questa iniziativa può aver contribuito. Raggiungere velocemente un accordo di principio tra creditori e Paese debitore è una questione importante perché permette al FMI di espletare la sua funzione di "lender of last resort" (prestatore di ultima istanza). Questa è la funzione di creditore ultimo nei processi di salvataggio delle economie sotto stress che il FMI ricopre dalla fine della Seconda Guerra Mondiale. Gli ultimi episodi di ristrutturazione del debito hanno visto estendersi significativamente l'intervallo di tempo tra lo Staff Level Agreement (SLA), cioè l'accordo di base tra il personale del Fondo e le autorità del Paese in crisi per un programma di sostegno finanziario e tecnico, e l'approvazione ufficiale dello stesso da parte del CDA del FMI. Nel caso del Ciad, il primo paese per il quale ufficialmente il Fondo dovette attendere rassicurazioni finanziarie dalla Cina per poter procedere, questo ritardo superò i 300 giorni, contro una media di 55 giorni nei programmi approvati nei 7 anni precedenti l'introduzione del CF. L'approvazione di un programma da parte del CDA del FMI è essenziale affinché il prestito stesso sia erogato. Fino a che questo non succede, non è inoltre possibile per il Paese accedere al sostegno di altri donatori. Trattandosi di Paesi già in situazioni di estrema fragilità, le conseguenze sulla stabilità politica e sociale del Paese possono essere molto severe.

A novembre, per evitare che la Cina continuasse ad avere di fatto il potere di veto sui programmi del Fondo, il suo CDA ha reso più lasche le condizioni necessarie per rispettare i requisiti della sua "Lending into Arrears Policy" (prestiti in arretrato). In soldoni, il Fondo può approvare un programma di sostegno ad un Paese che ha arretrati con dei creditori qualora il FMI riceva adeguate assicurazioni di copertura finanziaria e l'impegno ad un certo livello di riduzione del debito dalla maggioranza di tali creditori. Un'altra revisione è l'inclusione della clausola "Most Favoured Creditor" (MFC, il creditore più favorito) nei nuovi accordi di ristrutturazione. Questa garantisce ai creditori partecipanti che gli stessi termini concordati saranno estesi a tutti i creditori, presenti e futuri, così da rimuovere ogni incentivo ad essere reticenti a partecipare ad un accordo, sperando in condizioni più vantaggiose.

Nonostante la situazione fiscale africana sia migliorata negli ultimi due anni, situazioni specifiche di fragilità rimangono. Creare un sistema più semplice e condiviso per trovare soluzioni efficaci al problema del debito pubblico è importante per avere gli strumenti necessari ad affrontare nuove potenziali situazioni di criticità. Gli elevati tassi d'interesse a livello globale rendono il rifinanziamento del debito ancora molto costoso e molti Paesi stanno testando i limiti della capacità dei propri mercati domestici per ovviare alla riduzione di fondi internazionali, che potrebbe risultare ancor più seria a seguito dei tagli promessi dall'attuale amministrazione americana. Vista, da una parte, l'attenzione sempre più alta nei Paesi occidentali sui fenomeni migratori e, dall'altra, i vari episodi di disordini sociali, colpi di Stato e riallineamenti politici filo-russo/cinesi degli ultimi anni in Africa, ridurre celermente alcune delle pressioni economiche a cui questi Paesi sono sottoposti potrebbe dare loro la possibilità di passare finalmente ad una programmazione di più lungo termine per favorire uno sviluppo sostenibile.



Giulia Pellegrini è Lead Portfolio Manager per il debito dei mercati emergenti presso AllianzGI, dove si occupa di strategie sul debito sovrano dei mercati emergenti e investimenti sostenibili. Fa inoltre parte del consiglio dell'Emerging Markets Investors Alliance.