

# PER CHI SUONA LA CAMPANA DEL DEBITO PUBBLICO

Christine Lagarde ha smesso di comprare Btp

E il nuovo governo dovrà scovare acquirenti  
per più di 80 miliardi. Non sarà facile

**L'inflazione erode l'esposizione finanziaria, ma mette il volano alla spesa previdenziale: gli assegni sono agganciati al costo della vita che viaggia a oltre l'8%**

di **Federico Fubini**

**L**a nuova premier di Londra, Liz Truss, ha licenziato in tronco il direttore (segretario permanente) del Tesoro non appena si è insediata. E' un caso che, come italiani, dobbiamo tenere ben presente nella stagione che sta per aprirsi da noi. Il perché è nel grafico di Barclays qui accanto, anche se in apparenza non ha niente a che fare con un licenziamento dal Tesoro di Londra. Qui vedete come è cambiata l'esposizione della Banca centrale europea verso il debito pubblico dei vari Paesi dell'euro — Italia inclusa — da quando si sono interrotti gli acquisti speciali lanciati con la pandemia e la Bce ha iniziato a ricomprare bond solo per sostituire quelli che scadevano. Non vuole aggiungerne ancora di più a quelli che ha già, in totale per circa cinquemila miliardi di euro fra i vecchi programmi avviati nel 2015 e quello disegnato nel 2020 per reagire al Covid.

Che cosa è successo? In luglio la Bce ha fatto comunque il pieno di titoli italiani (dieci miliardi netti in più), andandoli a comprare in compensazione quando scadevano i titoli tedeschi. Ha ridotto gli investimenti in debito di Berlino e aumentato

quelli in debito di Roma. Detto brutalmente: ci ha dato una grossa mano. Ecco spiegato, in gran parte, perché durante la campagna elettorale più brutta della storia lo spread fra buoni del Tesoro di Roma e di Berlino sia rimasto inchiodato in zona 220 punti, anche se i tassi salivano e in generale i mercati del credito ballavano.

Dopo le elezioni, quando avremo i dati, scopriremo che la mano della Bce ha tenuto a bada lo spread anche in agosto e settembre. La Banca d'Italia, che agisce per la Bce, a luglio deteneva 722 miliardi in titoli di Stato e cioè ormai più di un quarto di tutto il debito pubblico italiano: una vera e propria scalata dell'Everest, perché dodici anni fa la Banca d'Italia aveva appena 70 miliardi e cioè il 3,5% del debito del governo. In sostanza noi italiani abbiamo resistito a una serie di terremoti globali (Lehman, crisi dell'euro, populismo-sovranoismo, Covid, guerre putiniane) solo perché abbiamo monetizzato il debito come non mai. E abbiamo potuto farlo solo perché mai prima avevamo avuto una moneta di riserva internazionale quale l'euro, che permette di eseguire queste operazioni senza subire un collasso del cambio e un'inflazione oltre l'80% come in Turchia. Abbiamo «stampato» (digitalmente) la nostra moneta e con quella abbiamo prestato denaro allo Stato che ci pagava sussidi in deficit. Come gli americani, abbiamo un privilegio esorbitante.

## Il legame

Ma che c'entra tutto questo con il licenziamento di Tom Scholar da parte della neo premier britannica Liz Truss? C'entra, perché il ritorno dell'inflazione fa sì che la stagione della grande monetizzazione sia finita. E lo choc degli osservatori nella City

all'uscita di scena del capo del Tesoro di Sua Maestà rivela come oggi la pura e semplice credibilità torni ad essere la valuta più ricercata. Liz Truss per esempio sta distruggendo la poca che aveva in partenza. La nuova leader del Tory fa parte di una seconda generazione di populistici, gente semi-nuova che porta tagli di capelli normali e parla in pubblico un po' come si pettina: uno stile noioso, in apparenza efficiente e ragionevole. Ma la sostanza è profondamente populistica: nel caso della premier di Londra, un maxi-piano da 172 miliardi di euro a debito contro il caro-bollette che farà senz'altro salire ancora di più l'inflazione e i tassi d'interesse.

La popolazione più vulnerabile applaudirà e poi ne soffrirà particolarmente. E se il più alto funzionario del Tesoro ricorda a Truss come stanno i fatti, lei lo defenestra al suo primo giorno. Questa paradossale ventata di peronismo sul Tamigi — contrappasso della guerra delle Falkland — sta già affossando la sterlina a minimi storici sul dollaro (meno 17% in un anno) e sull'euro (meno 6%). Sia detto con chiarezza: noi italiani non stiamo rischiando stupidaggini del genere. Non le vuole nessun partito, non così vaste. La



grande favorita, Giorgia Meloni di Fratelli d'Italia, era contro l'euro pochi anni fa, oggi esita persino a proporre uno scostamento di bilancio. Allora perché dovremmo preoccuparci?

Concentratevi sulla spesa previdenziale in Italia: 372 miliardi di euro nel 2021. Immaginiamo pure che un'ottantina di miliardi vada in assistenza, restano trecento miliardi in pensioni che nel bilancio del 2023 vanno indicizzate automaticamente all'inflazione attuale (oltre 8%). Significa che chi arriva al governo — pronti, via — avrà poche ore per trovare in legge di bilancio oltre venti miliardi di spesa pubblica obbligatoria in più che non era stata prevista da nessuno.

Il messaggio di fondo è semplice: l'inflazione erode il debito, ma questo non significa che l'Italia abbia ancora spazio di bilancio per fare altro deficit. Anche se il Patto di stabilità europeo resterà sospeso per l'anno prossimo, stiamo cambiando stagione. Per la prima volta da anni, lo spazio di bilancio non c'è più: non ci sarebbe stato neanche se fosse rimasto un governo super-accreditato in Europa e sui mercati come quello di Mario Draghi. L'inflazione crea condizioni che riducono il margine

di manovra del governo sul deficit. Da subito.

## La montagna

In buona parte lo si deve alla Bce, che deve contrastare gli aumenti dei prezzi e probabilmente dal prossimo inverno inizierà dunque a ridurre la montagna di titoli di Stato da 2.750 miliardi di euro che ha comprato fra il 2015 e il 2021 (manterrà solo quella da 1.650 miliardi del piano legato alla pandemia). Lascerà che i vecchi titoli scadano, senza ricomprarli. In concreto per l'Italia ciò fa sì che il prossimo governo debba trovare sul mercato compratori spontanei che sostituiscano la Bce per circa 25 miliardi supplementari nel 2023, più altri investitori privati che finanzia un fabbisogno netto sull'anno prossimo da circa ottanta miliardi (più o meno il 4% del prodotto interno lordo). In sostanza noi italiani siamo in cerca di nuovi creditori privati che ci considerino così affidabili da prestarci un centinaio di miliardi in più in anno, il prossimo. Non sarà una passeggiata.

È possibile - persino probabile - che dopo le elezioni lo spread si ridurrà un po', perché Meloni è cauta sui conti pubblici e i mercati conterranno sul fatto che abbia una buona

presa sul suo governo. Ma dopo qualche mese a cambiare il quadro arriveranno l'aumento dei tassi della Bce e l'annuncio, sempre da Francoforte, che la Bce non ricomprerà più nuovi titoli di Stato quando scadranno quelli che ha già comprato con i vecchi programmi. Il costo in interessi per collocare il nuovo debito salirà. Ci sarà una pressione crescente perché l'Italia presenti un piano che riporti il bilancio in attivo prima di pagare le cedole sul suo debito: cioè abbia un surplus primario, imprimendo una graduale stretta ai conti. E questa oggi è un'asticella dura da saltare per qualunque maggioranza in Italia, come si vede dal fatto che lo stesso centrodestra in proposito litiga già (il centrosinistra no, ma solo perché non ha una coalizione). Abbiamo cordate politiche inadatte ad affrontare acque solo un po' agitate.

Qui viene l'ultima lezione dal licenziamento di Tom Scholar: servono persone credibili, soprattutto ai vertici del ministero dell'Economia. Ma le figure più adeguate per il posto di ministro si possono convincere solo garantendo loro un'autonomia che non quadra con lo stile e le promesse delle coalizioni, inclusa quella di Meloni. Prepariamoci: potremmo vederne delle belle.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## L'altalena

Gli acquisti netti di titoli di Stato da parte della Bce tra giugno e luglio 2022, dati in miliardi di euro

