

L'analisi

Quel debito record
cancellato
dalla memoria

di Boeri e Perotti

● a pagina 13

L'ANALISI

Una ripartenza a tutto debito Così l'Italia rischia

di Tito Boeri e Roberto Perotti

C'è una vittima della pandemia che non è stata contabilizzata: il vincolo di bilancio pubblico. Lo abbiamo cercato affannosamente per le sale di Trento durante il festival dell'economia: nessuna traccia. Il debito pubblico non è mai stato così alto, eppure non è mai stato così dimenticato. Chi ha spesso evocato il vincolo di bilancio adesso invita esplicitamente a violarlo: la Commissione europea, in passato feroce guardiano dei conti pubblici, con il Recovery Fund invita i paesi ad alto debito a indebitarsi ancora di più e manifesta un certo disappunto nell'apprendere che Spagna e Portogallo vogliono utilizzare quasi unicamente le sovvenzioni previste dal programma, rinunciando ai prestiti. E molti vogliono consentire alla stessa Unione europea di continuare ad emettere propri titoli anche dopo l'emergenza, spendendo più delle proprie entrate.

Ci sono dei motivi per questo otti-

mismo sulla sostenibilità del debito pubblico. Da lungo tempo i tassi di interesse di molti Paesi sono vicini allo zero, se non negativi, e le economie stanno riprendendosi. Se il tasso di interesse sui titoli di Stato è inferiore al tasso di crescita dell'economia, il rapporto debito/Pil scende finché il bilancio dello Stato, al netto degli interessi, è in pareggio o anche in leggero disavanzo.

Ma il fatto che molti tassi di interesse siano su un trend decrescente dal 1985 non vuol dire che continueranno a rimanere così bassi per sempre. Un motivo per cui molti prevedono che non aumenteranno è la convinzione che le Banche centrali manterranno la liquidità creata con massicci acquisti di titoli di Stato. Tuttavia le banche centrali devono tenere d'occhio l'inflazione, ed è per questo che l'andamento dei prezzi è oggi l'osservato speciale. Negli Stati Uniti l'inflazione viaggia attorno al 5 per cento, ben al di sopra del target del 2 per cento; nell'eurozona in media (non ancora in Italia!) è ormai vicina allo stesso

target. La Fed ha già annunciato che è disposta ad accettare un lungo periodo di inflazione sopra il target senza alzare i tassi; la Bce sin qui non lo ha fatto. Naturalmente tutto questo è irrilevante se l'inflazione attuale fosse temporanea e dovuta agli scombussolamenti da Covid. Ma nessuno lo sa con certezza e tra i banchieri centrali c'è molta più preoccupazione di quanto si lasci trapelare nelle occasioni ufficiali.

C'è anche molto ottimismo sui tassi di crescita: le previsioni delle organizzazioni internazionali sono uniformemente ottimistiche, in alcuni casi spettacolari. Ma anche qui, nessuno sa con certezza se è rimbalzo post-Covid o una crescita permanente.

Il nostro debito pubblico viaggia attorno al 160% del reddito nazionale. Poco meno di un terzo è detenu-

to dalla Banca centrale europea e su questa quota di fatto non paghiamo interessi. La parte restante, circa il 115% del Pil, è detenuta da inve-

stitori privati. E più o meno lo stesso livello dell'estate 2011, ai tempi della crisi del debito, quando la Bce non aveva ancora iniziato i suoi acquisti su larga scala. Si potrebbe pensare che le condizioni attuali siano quindi molto migliori di allora: tassi più bassi, ottime prospettive di crescita, riforme del Pnrr e appoggio incondizionato della Bce e dell'Unione europea, che allora ci remavano contro.

Esaminiamo queste condizioni singolarmente. La generosità della Bce non deve essere data per scontata nel lungo periodo. Esauriti i 700 miliardi di acquisti residui da qui al marzo 2022, al più possiamo aspettarci che rinnovi a scadenza i titoli che ha già in pancia. E anche questo potrebbe non durare per sempre: molto dipenderà dalla posizione della Germania e dei suoi alleati nella Bce.

Gli scenari del Pnrr prevedono che grazie alle riforme potremo più che raddoppiare (dallo 0,6% all'1,4%) la crescita potenziale annua. Sono stime molto ottimistiche, il grado di incertezza statistico su queste previsioni è enorme e di queste riforme per il momento si ha poco più del titolo.

Inoltre c'è una differenza fondamentale con il 2011: allora il bilancio dello Stato aveva l'avanzo primario (entrate superiori alle uscite, esclusi gli interessi sul debito) più alto d'Europa, oggi abbiamo piani di spesa ambiziosissimi e con effetti permanenti che ci lasceranno in eredità disavanzi primari sostanziosi.

Condividiamo la strategia del governo di una espansione fiscale ai tempi del Covid, ma siamo preoccupati per questo ottimismo sfrenato. Basta un piccolo aumento dei tassi di interesse, o un piccolo stop alla ripresa, o un intoppo nelle riforme del Pnrr, e il rapporto debito pubblico/Pil riprenderà ad aumentare. Partendo dal 160 per cento sarà difficile convincere i mercati che è tutto sotto controllo.

Eppure si è deciso di impegnare nel Pnrr 30 miliardi in più di quelli concessi dall'Europa, e tutti sembrano dare per scontato che la riforma fiscale dovrà ridurre permanentemente la pressione fiscale di altri due punti di Pil senza prevedere contestuali riduzioni di spesa. Al contrario non si è ancora trovata una via d'uscita da Quota 100, tutti parlano di una riforma degli ammortizzatori sociali tanto vaga quanto costosa, si finanziano coi soldi tem-

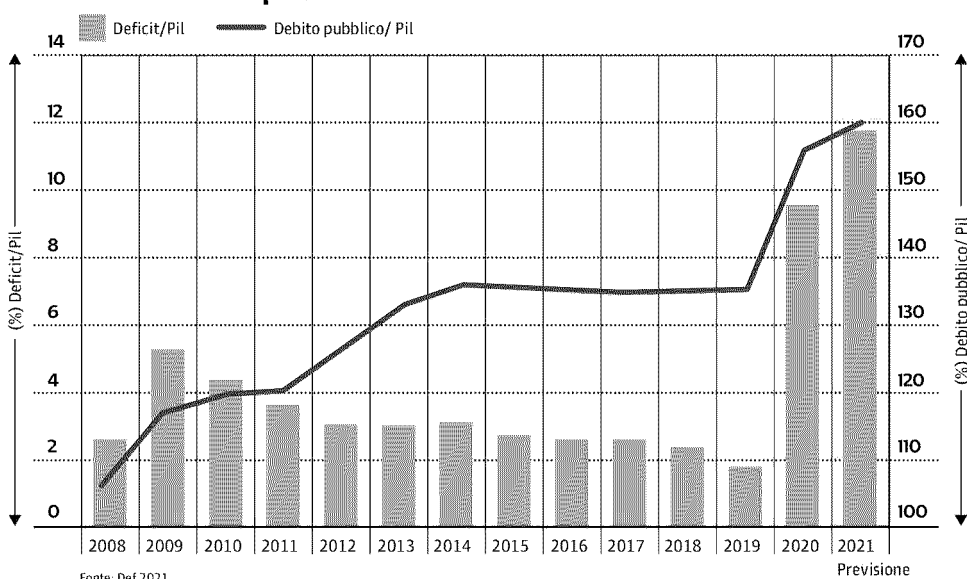
poranei del Recovery Fund assunzioni pubbliche che non saranno temporanee, e l'elenco potrebbe continuare. Bene ricordare che con altri due punti di disavanzo primario il debito pubblico aumenterà ulteriormente anche ai tassi di interesse attuali, e anche se manterremo le aspettative di crescita.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Un piccolo aumento dei tassi spingerebbe il disavanzo oltre il 160% del Pil
Rassicurare i mercati non sarebbe facile

C'è troppo ottimismo sulle politiche espansive della Bce e sulle stime di crescita: lo scenario potrebbe cambiare

La corsa del debito pubblico





▲ **Christine Lagarde**
È al vertice della Bce

Le incognite

1 **I tassi di interesse**
La convinzione è che la Banca centrale europea li terrà a lungo ai minimi, ma un aumento persistente dell'inflazione potrebbe costringere Francoforte a cambiare rotta

2 **La crescita**
Gli scenari contenuti nel Pnrr dicono che la crescita potenziale dell'Italia passerà dallo 0,6 all'1,4%, ma il grado di incertezza sull'esito degli interventi e delle riforme è molto alto

3 **Le spese**
Nonostante il debito sia vicino al 160% del Pil, l'Italia ha impegnato nel Pnrr 30 miliardi in più di quelli concessi dall'Europa e messo in cantiere una riforma fiscale senza tagli di spesa
