

# Gli spiragli a Bruxelles sulla manovra d'autunno e il calendario della Bce

## Il limite

Entro metà del 2018 la Bce dovrà interrompere l'acquisto di bond: non può detenere oltre il 33% del volume di singole emissioni

## L'analisi

di **Federico Fubini**

Una Banca centrale europea che presto arriverà ai suoi limiti, e una Commissione Ue più attenta a favorire la ripresa anche a costo di addolcire — non deviare — la traiettoria del risanamento nell'area euro: il governo prepara il suo Documento di economia e finanza in una cornice europea in movimento, della quale dovrà tenere conto almeno quanto del quadro politico interno. Di certo le istituzioni dell'area stanno costruendo un percorso relativamente chiaro per la finanza pubblica italiana dei prossimi diciotto mesi: la stretta al bilancio per il 2018 potrebbe essere circa della metà di quanto previsto fino ad oggi — circa 8 o 9 miliardi — ma presto la fine degli acquisti di titoli da parte della Bce metterà in chiaro che l'Italia non può smettere di risanare e di modernizzarsi, ne anche per pochi mesi.

La ragione più immediata è che il «quantitative easing», il piano di interventi della banca centrale a sostegno del debito pubblico, molto probabilmente dovrà finire a metà del 2018 o in ogni caso entro quell'anno. Dovrà farlo anche se, per ipotesi, l'inflazione non risalisse e il presidente Mario Draghi o altri

nella Bce preferissero agire diversamente. Prima di entrare nel quantitative easing due anni fa l'Eurotower si è infatti data una regola che ora fissa i confini della sua azione: non può comprare più del 33% del volume di ogni singolo titolo emesso dai governi. Non è una soglia arbitraria, perché in base al Trattato del fondo salvataggi europeo Esm una coalizione di investitori in rappresentanza di almeno due terzi del valore di un bond può forzare la ristrutturazione di quel titolo (in caso di crisi), obbligando gli altri creditori ad adeguarsi. In sostanza, quella clausola permette a un Paese di fare default sul debito — se necessario — senza dover emettere moneta propria per finanziarsi, uscendo così dall'euro. La Bce si è dunque data il limite del 33% negli acquisti di ciascun bond proprio per non conquistare un diritto di veto sulle scelte collettive degli investitori. Superare la soglia le darebbe un potere politico che non le spetta, né vuole.

Quel tetto del 33% oggi però ha conseguenze anche sull'Italia. Al ritmo attuale di acquisti, ridotto da ieri da 80 a 60 miliardi al mese per l'area euro, nel giugno del 2018 l'Eurotower non troverà più titoli di Stato italiani da comprare senza violare le proprie stesse regole. Solo se rallentasse ancora il ritmo degli acquisti, potrebbe proseguire un per po' di più.

Ma la sostanza non cambia: forse già quest'estate, in anticipazione degli eventi, una certa pressione al rialzo sui rendimenti dei bond sovrani tornerà a farsi sentire. Il Tesoro inizierà a pagare di più in interessi sui bond.

Anche per questo l'Italia non può uscire dal percorso di riduzione del deficit, neanche dopo la correzione da 3,4 miliardi attesa per questo mese. Potrebbe, invece, mantenere un passo più blando nel risanamento d'intesa con la Commissione Ue. A Bruxelles sono di fatto finite le discussioni sulla cosiddetta «flessibilità» di bilancio legate agli investimenti o alle riforme, ma un confronto più concreto si è aperto: riguarda il fatto che l'economia dell'area euro e dell'Italia in particolare viaggiano sotto il potenziale, malgrado la ripresa. Lo dimostra la quota ancora alta di disoccupati di lungo periodo o di impianti inutilizzati. Per adesso non ci sono decisioni in merito a Bruxelles — solo discussioni, e divisioni — ma alla fine la Commissione potrebbe accettare una correzione del deficit italiano del 2018 per circa lo 0,5% del reddito. Meno dell'1,2% previsto. Difficile però che sia annunciata già nel Def dei prossimi giorni, anche perché i colloqui sono tutti in corso. Ma ora che la Bce deve tornare alla normalità, forse è la sola strada aperta.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



**Il percorso**

● Le istituzioni dell'area euro stanno costruendo un percorso relativamente chiaro per la finanza pubblica italiana dei prossimi 18 mesi: la stretta al bilancio per il 2018 potrebbe essere circa della metà di quanto previsto fino ad oggi — circa 8 o 9 miliardi — ma presto la fine degli acquisti di titoli da parte della Bce renderà chiaro che l'Italia non può smettere di risanare

**0,2****per cento del Pil**

L'aggiustamento strutturale addizionale che la Commissione europea ha chiesto all'Italia quest'anno nel rispetto delle regole Ue