

**Audizione della Presidente
dell'Ufficio parlamentare di bilancio**

**nell'ambito dell'esame della
Comunicazione della Commissione al
Parlamento europeo, al Consiglio, alla
Banca centrale europea, al Comitato
economico e sociale europeo, al Comitato
delle regioni – L'economia dell'UE dopo la
COVID-19: implicazioni per la *governance*
economica (COM(2021)662 *final*)**

**Commissione V della Camera dei deputati
(Bilancio, Tesoro e programmazione)**

16 marzo 2022

Indice

1. La disattivazione della clausola di salvaguardia generale e la riforma delle regole di bilancio della UE	5
2. Le principali criticità delle regole di bilancio della UE	8
3. Le proposte di riforma delle regole di bilancio della UE	14
4. Considerazioni conclusive	24

1. La disattivazione della clausola di salvaguardia generale e la riforma delle regole di bilancio della UE

Uno dei principali strumenti utilizzati dalla UE per contrastare le conseguenze economiche della crisi pandemica è stata l'attivazione della clausola generale di salvaguardia nel marzo 2020. La clausola, prevista dal Patto di stabilità e crescita, comporta di fatto una sospensione delle regole di bilancio europee in caso di grave recessione dell'area dell'euro o dell'Unione europea nel suo complesso.

La clausola, grazie anche all'azione congiunta dell'allentamento delle regole sugli aiuti di Stato a seguito dell'accordo sul quadro temporaneo, ha permesso agli Stati membri di mettere in atto misure di sostegno economico di importo significativo. Tali misure, insieme all'orientamento espansivo della politica monetaria della Banca centrale europea (BCE), e all'approvazione del programma *Next Generation EU* (NGEU) da parte della Commissione europea e del Consiglio della UE, hanno avuto un ruolo importante nel limitare gli effetti recessivi della pandemia.

Grazie a queste misure la Commissione europea prevedeva un ritorno del PIL a livelli pre-pandemici entro la fine dell'anno in corso per tutti gli Stati membri prima che si manifestassero le tensioni relative alla guerra in Ucraina.

Per l'Italia, nella Nota sulla congiuntura di febbraio 2022, l'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) stimava, ipotizzando una graduale rimozione delle restrizioni per il contrasto alla pandemia, un aumento del PIL di quasi quattro punti percentuali per l'anno in corso e di circa due nel prossimo. L'inflazione al consumo nel 2022 era attesa oltre il 3,5 per cento e poco sotto il due per cento nel 2023, sulla base delle ipotesi di flessione dei corsi petroliferi.

Sulla base delle previsioni invernali la Commissione europea ha espresso l'orientamento a riattivare le regole di bilancio dal 2023. Tuttavia, alla luce dell'incertezza conseguente alla guerra in Ucraina, la Commissione nella recente Comunicazione "Orientamenti di politica di bilancio per il 2023" ha preannunciato che la disattivazione della clausola generale di salvaguardia sarà rivalutata sulla base delle prossime previsioni di primavera¹.

Il ritorno delle regole del Patto di stabilità e crescita sarà probabilmente accompagnato da una loro riforma. La necessità di riforma delle regole di bilancio e in generale della *governance* economica della UE è stata riconosciuta dalla stessa Commissione europea già prima della crisi pandemica. Come verrà esposto in dettaglio successivamente, nonostante le riforme del 2005 e del 2011, le regole e la loro applicazione da parte delle istituzioni della UE e dei governi nazionali sono state caratterizzate da diverse criticità. Le principali sono state una tendenza a generare

¹ La Comunicazione fornisce alcune indicazioni su come verranno valutati i prossimi Programmi di stabilità previsti ad aprile. La valutazione e le conseguenti raccomandazioni per il 2023 verranno elaborate in termini qualitativi ma con alcune basi quantitative. Queste si focalizzeranno sulla crescita della spesa corrente guardando inoltre alla qualità e alla composizione delle finanze pubbliche.

aggiustamenti pro-ciclici, una scarsa attenzione alla composizione degli stessi, una difficoltà di misurazione di alcuni indicatori per il monitoraggio delle regole numeriche, uno scarso rispetto delle stesse, anche se il rispetto formale complessivo – frutto anche di interpretazioni successive – è stato significativamente più ampio.

Le attuali regole di bilancio della UE comprendono una parte correttiva e una preventiva. La parte correttiva prevede il limite del disavanzo del 3 per cento del PIL e quello del debito del 60 per cento del PIL. Per i paesi con un debito in rapporto al PIL superiore al 60 per cento, è previsto un sentiero di aggiustamento di un ventesimo all'anno della differenza.

La parte preventiva prevede il raggiungimento dell'obiettivo di medio termine (OMT), vale a dire un saldo strutturale (al netto delle fluttuazioni cicliche e dei fattori temporanei) che assicuri il rispetto del limite del 3 per cento del disavanzo nominale anche in caso di fluttuazioni cicliche particolarmente sfavorevoli nonché la sostenibilità del debito pubblico nel lungo termine. Nel caso dell'Italia, l'obiettivo di medio termine è pari a un avanzo strutturale di mezzo punto percentuale di PIL potenziale. Per i paesi con un disavanzo strutturale superiore all'OMT, è previsto un sentiero di avvicinamento al *benchmark* di mezzo punto percentuale all'anno che può essere modulato a seconda delle condizioni cicliche, del livello del debito e dei rischi alla sostenibilità. Sia per i paesi già all'OMT sia per quelli sul sentiero di aggiustamento, gli obiettivi possono essere allentati, a determinate condizioni, per l'attuazione di investimenti pubblici e di riforme strutturali nonché per il verificarsi di eventi "inusuali".

La regola sul saldo strutturale è affiancata da una regola sulla spesa netta che nelle intenzioni della Commissione avrebbe dovuto fornire un ulteriore riferimento per la politica di bilancio basato su variabili più facilmente controllabili dai governi nazionali, anche se essa continua a utilizzare variabili stimate come il PIL potenziale. La regola prevede un tetto alla crescita della spesa primaria depurata dalla componente ciclica legata alla disoccupazione e delle spese finanziate dai fondi UE e corretta per attenuare la variabilità degli investimenti. È importante ricordare che la crescita di questo aggregato di spesa viene calcolata al netto delle misure discrezionali di entrata.

Coerentemente con la regola sul saldo strutturale, il limite di crescita della spesa viene differenziato a seconda della posizione dei paesi rispetto all'OMT. Per i paesi che hanno già raggiunto l'OMT la crescita della spesa primaria netta non deve superare la crescita potenziale "di medio termine", stimata come media decennale – comprendente anni passati e futuri – della crescita del PIL potenziale (il cosiddetto *benchmark* della spesa). Per i paesi che ancora non hanno raggiunto l'OMT la crescita della spesa netta deve essere inferiore a quella della crescita potenziale di medio termine in modo tale da assicurare un aggiustamento strutturale del saldo complessivo di bilancio coerente con la regola sul saldo strutturale. Tuttavia, nonostante questo, le due regole numeriche hanno a volte fornito indicazioni diverse sul rispetto del sentiero di aggiustamento verso l'OMT, contribuendo a una crescente complessità del quadro di sorveglianza.

Una serie di procedure e di sanzioni sono state nel tempo introdotte per assicurare il rispetto di ambedue le parti del Patto. È stata inoltre introdotta una "clausola di salvaguardia generale" di sospensione delle regole di bilancio in caso di una grave recessione economica per l'area dell'euro o l'Unione europea. La clausola è stata per la prima volta attivata in conseguenza della crisi pandemica.

Negli ultimi due anni la Commissione europea ha avviato una consultazione pubblica sulla riforma delle regole attraverso due Comunicazioni: "Riesame della *governance* economica" pubblicata nel febbraio 2020, quindi poco prima della crisi pandemica, e "L'economia dell'UE dopo la Covid-19: implicazioni per la *governance* economica"

pubblicata nell'ottobre 2021 per rilanciare il dibattito interrotto a causa della crisi. Sulla base di tale dibattito e delle discussioni nei rilevanti comitati con gli Stati membri, la Commissione intende presentare nella prossima primavera "orientamenti su possibili cambiamenti" del quadro di *governance* economica della UE in modo da arrivare a un ampio consenso ben prima del 2023.

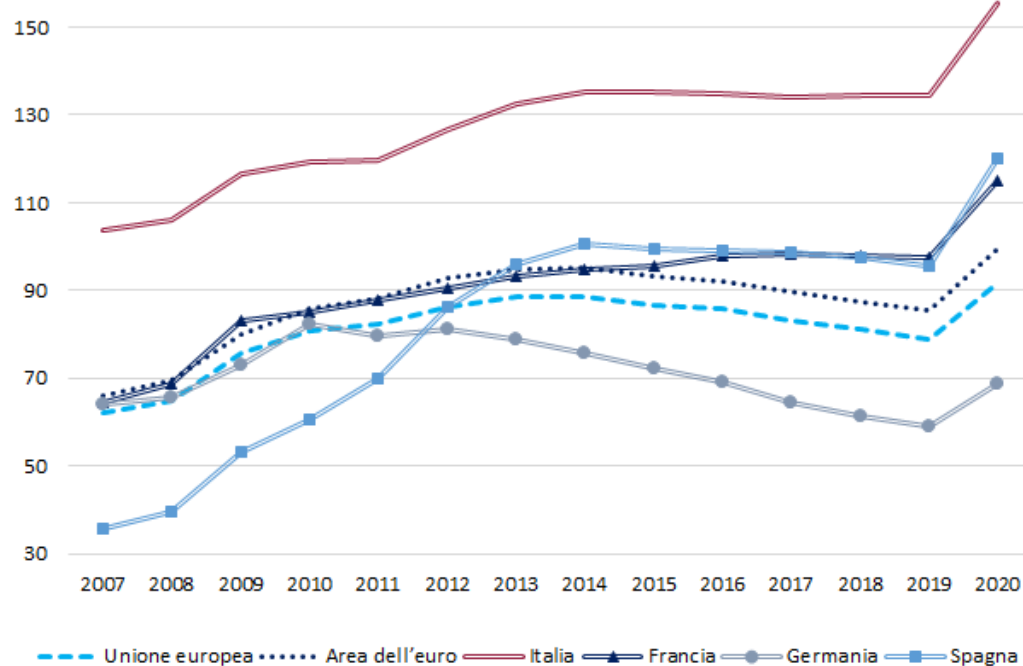
Le nuove regole dovranno consentire di realizzare le finalità del Patto di stabilità e crescita in un contesto economico profondamente mutato, caratterizzato da elevata incertezza e tassi particolarmente bassi come risultato di un eccesso di risparmio rispetto agli investimenti. Nell'area dell'euro, caratterizzata da una politica monetaria comune e da politiche fiscali ed economiche decentralizzate, le politiche di bilancio non coordinate possono comportare ricadute negative sugli altri Stati membri e ostacolare la regolare condotta della politica monetaria. In particolare, in assenza di regole comuni che mantengano la finanza pubblica su un sentiero sostenibile, i disavanzi e i debiti potrebbero rimanere molto elevati anche in tempi normali contribuendo a innalzare i costi di finanziamento sia del settore pubblico sia di quello privato nell'unione monetaria nel suo complesso, fino a mettere a rischio, nel caso estremo di una crisi del debito, la stabilità monetaria e finanziaria dell'intera unione. Inoltre, livelli elevati di debito limitano la possibilità dei singoli Stati di attuare politiche espansive in caso di crisi o di rallentamento dell'economia, aumentando i rischi di insostenibilità e la vulnerabilità dei conti pubblici alle pressioni dei mercati finanziari.

A seguito del susseguirsi delle crisi finanziarie dell'inizio del decennio scorso e della crisi pandemica, i livelli di debito dei paesi dell'area dell'euro sono aumentati notevolmente, e con questi anche i divari tra paesi (fig. 1). Nel 2020, il debito pubblico ha raggiunto il 99,3 per cento del PIL in media nell'area dell'euro, un aumento considerevole rispetto al 2007 quando il rapporto era pari al 65,9 per cento. Permangono significative differenze anche fra i principali paesi dell'area: nel 2020 il rapporto tra il debito e il PIL della Germania era pari al 68,7 per cento, per la Francia al 115 per cento, mentre nel nostro paese aveva raggiunto il 155,3 per cento.

In questo contesto, anche in una prospettiva favorevole di persistenza di bassi tassi di interesse reali, una puntuale applicazione delle regole vigenti potrebbe comportare, almeno per alcuni paesi, un orientamento fortemente restrittivo della politica fiscale (*fiscal stance* negativa), con effetti di ricaduta negativi sul PIL proprio e degli altri membri dell'Unione.

La revisione delle regole sarà particolarmente rilevante per l'Italia che ha il livello di debito più elevato dopo la Grecia. Infatti, le politiche espansive insieme alla caduta del PIL nominale hanno comportato un aumento considerevole del debito in rapporto al PIL. In Italia, esso è passato dal già elevato 134,1 per cento del 2019 al 155,3 del 2020 per poi scendere, grazie al rimbalzo del PIL e ai bassi tassi di interesse, al 150,4 per cento nel 2021.

Fig. 1 – Debito pubblico
(punti percentuali di PIL)



Fonte: Istat e Commissione europea.

Nel paragrafo successivo verranno descritti in maggior dettaglio i principali problemi emersi nel tempo nell'applicazione delle regole. Nel paragrafo 3, verrà dato conto di alcune proposte di riforma che dovrebbero attenuare tali problemi. Il paragrafo 4 contiene alcune considerazioni conclusive.

2. Le principali criticità delle regole di bilancio della UE

Uno dei problemi principali delle regole numeriche del Patto di stabilità e crescita riguarda la loro pro-ciclicità, vale a dire la richiesta di consolidare i conti in periodi di ciclo sfavorevole e di non disincentivare adeguatamente allentamenti di bilancio in periodi di espansione economica. In particolare la regola di aggiustamento annuo di un ventesimo dell'eccesso di debito rispetto al livello del 60 per cento del PIL è stata caratterizzata da questo problema, sebbene vi sia una formulazione della regola stessa che tiene conto – ma solo in parte – delle condizioni cicliche dell'economia. Anche per attenuare la pro-ciclicità di questa regola numerica, il Patto di stabilità e crescita prevede che, in caso di un suo mancato rispetto, la Commissione europea possa comunque decidere di non aprire una procedura formale per disavanzo eccessivo quando si è in presenza dei cosiddetti "fattori rilevanti". Si ricorda che negli anni passati anche per l'Italia è stata evitata l'apertura di una procedura formale per disavanzo eccessivo legata alla regola sul debito grazie alla considerazione dei fattori rilevanti (uno

dei quali è stato proprio l'impatto sulla crescita che l'aggiustamento richiesto dalla regola avrebbe comportato).

Seppure in misura minore, anche la regola sul saldo strutturale e quella sulla spesa netta hanno caratteristiche pro-cicliche. Infatti, sebbene consentano l'utilizzo degli stabilizzatori automatici, per i paesi che non hanno ancora raggiunto l'OMT entrambe le regole contemplano restrizioni di bilancio non solo in periodi di ciclo favorevole ma anche in periodi di ciclo sfavorevole.

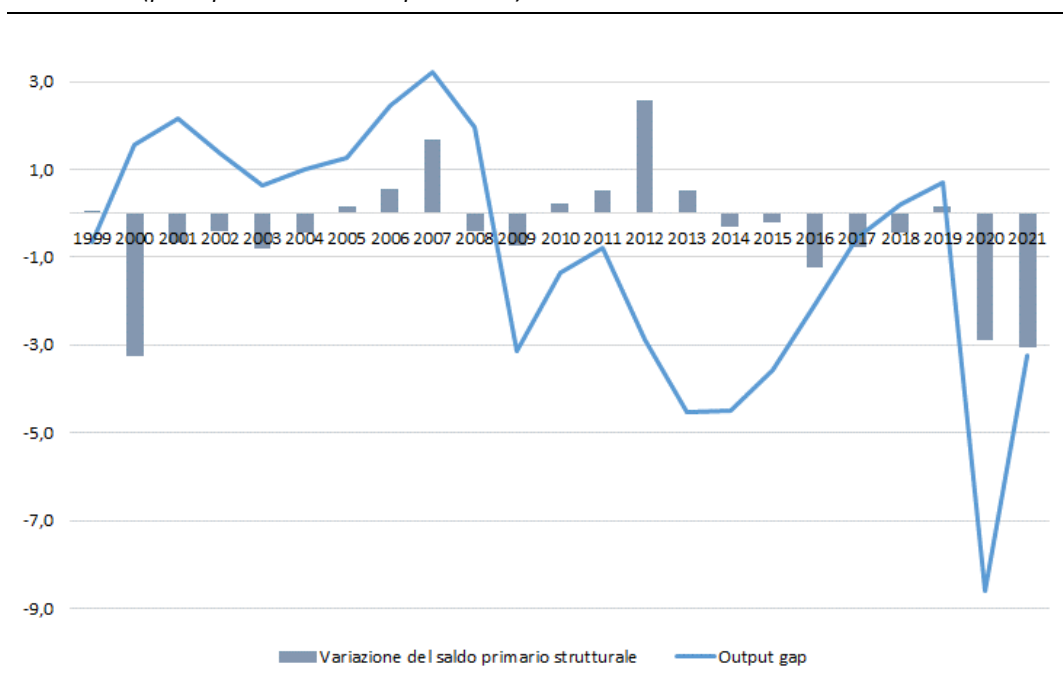
In Italia dal 1999 le politiche di bilancio sono apparse spesso pro-cicliche (fig. 2). In particolare, gli impulsi di bilancio (misurati attraverso le variazioni del saldo primario strutturale) sono stati espansivi dal 2000 al 2004 quando le condizioni cicliche erano relativamente favorevoli. Essi sono stati invece restrittivi dal 2010 al 2013, ovvero nel periodo delle crisi finanziarie in un momento di significativa debolezza ciclica o di vera e propria recessione. La pro-ciclicità è stata attenuata, ma non eliminata, in seguito alle disposizioni contenute nella Comunicazione della Commissione europea: "Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di stabilità e crescita" del 2015 (cosiddetta "Comunicazione sulla flessibilità") che prevede aggiustamenti di bilancio modulati a seconda delle condizioni cicliche.

Politiche fiscali pro-cicliche contribuiscono ad aumentare l'ampiezza delle fluttuazioni economiche, allontanando il prodotto e l'occupazione dai valori di trend. Ciò è vero in particolar modo nelle fasi recessive del ciclo quando l'impatto moltiplicativo di una restrizione fiscale è relativamente elevato. L'evidenza empirica mostra infatti moltiplicatori fiscali più elevati (e superiori all'unità) nelle fasi recessive del ciclo rispetto ai moltiplicatori che si osservano nelle fasi espansive (spesso inferiori all'unità)².

Tenendo anche conto dell'incremento del debito causato dalla pandemia, la regola numerica del Patto di stabilità sarebbe difficilmente applicabile nella sua formulazione attuale. In particolare, il rispetto della regola numerica sul debito comporterebbe un innalzamento del saldo primario dalle conseguenze così fortemente negative sul PIL da rendere il rispetto della regola stessa sostanzialmente impraticabile. Una tale politica sarebbe quindi "self-defeating" a causa dell'effetto di retroazione sui conti pubblici e sul denominatore del rapporto tra il debito e il PIL.

² Si veda in particolare: Auerbach A. J. e Gorodnichenko Y. (2012), "Measuring the output responses to fiscal policy", *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2); Auerbach A. J. e Gorodnichenko Y. (2012), "Fiscal multipliers in recession and expansion", *Fiscal policy after the financial crisis*, 63; Canzoneri M., Collard F., Dellas H. e Diba, B. (2016), "Fiscal multipliers in recessions", *The Economic Journal*, 126(590). Per l'Italia, si veda De Nardis S. e Pappalardo C. (2018), "Fiscal Multipliers in Abnormal Times: the Case of a Model of the Italian Economy", Nota di lavoro UPB 1/2018.

Fig. 2 – Impulsi di bilancio e *output gap* in Italia
(punti percentuali di PIL potenziale)



Fonte: Commissione europea.

Per l'Italia, come illustrato con maggiore dettaglio nel paragrafo 3, un esercizio stilizzato sulla base dello scenario UPB utilizzato per la valutazione della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF) 2021 e che non considera gli effetti sul PIL mostra che l'avanzo primario necessario *ex ante* per rispettare la regola numerica del debito nel 2023 dovrebbe attestarsi a poco meno del 4 per cento del PIL, con un aumento di quasi 7 punti percentuali rispetto al 2022 (fig. 6). Considerando i moltiplicatori del modello Memo-IT in dotazione all'UPB, una tale correzione di bilancio avrebbe l'effetto di condurre il PIL verso la stagnazione e pregiudicare il rispetto della regola stessa. In realtà, considerando l'effetto di sfiducia causato da una correzione di tale entità, l'impatto sul PIL potrebbe risultare così sfavorevole da comportare il rischio di un ritorno in recessione.

Nella sua Comunicazione "Orientamenti di politica di bilancio per il 2023", la Commissione europea riconosce la difficoltà per molti paesi di rispettare la regola numerica sul debito in quanto implicherebbe uno sforzo fiscale tale da mettere a rischio la ripresa. La Commissione ha quindi già anticipato che, nella valutazione dei DPB 2023 il prossimo autunno, terrà conto di queste considerazioni tra i fattori rilevanti nella valutazione del rispetto della regola sottolineando che l'aggiustamento richiesto non è "giustificato" nelle attuali circostanze economiche eccezionali.

A livello di area dell'euro, un'ulteriore caratteristica delle regole che le rende procicliche è l'assenza di procedure vincolanti che incentivino i paesi che hanno spazi di bilancio a utilizzarli nei periodi di rallentamento economico. Ciò potrebbe compensare, almeno in parte, l'impatto economico negativo derivante dalle necessità di consolidamento dei paesi ad alto debito. Tuttavia, le raccomandazioni della UE agli Stati membri che presentano un elevato avanzo delle partite correnti di condurre politiche espansive sugli investimenti pubblici non sono vincolanti. L'istituzione dello *European*

Fiscal Board, che formula indicazioni e valutazioni sull'orientamento di bilancio a livello di area dell'euro, ha avuto il merito di avviare una discussione sul tema tra i Ministri finanziari dell'Eurogruppo. Tuttavia, le analisi dello EFB hanno solo carattere consultivo e, di conseguenza, fino alla crisi pandemica, è risultato difficile stabilire un orientamento di bilancio comune; la stabilizzazione è stata quindi perseguita quasi esclusivamente attraverso la politica monetaria.

Una seconda criticità delle attuali regole è la ridotta attenzione alla composizione degli aggiustamenti di bilancio che si è tradotta in una marcata caduta degli investimenti pubblici in rapporto al PIL. Nella media dell'Unione europea, gli investimenti pubblici in rapporto al PIL sono diminuiti dal 3,8 per cento del 2009 al 2,8 nel 2016 per poi risalire al 3,3 nel 2020. In Italia il calo è stato ancora più marcato e prolungato. Il rapporto è infatti passato dal 3,7 per cento del 2009 al 2,1 per cento del 2018 ed è risalito solo successivamente per raggiungere il 2,6 per cento nel 2020, quindi ancora al di sotto della media della UE (fig. 3). Ciò è legato alla relativa facilità, nonostante alcune eccezioni, con cui gli investimenti pubblici possono essere tagliati rispetto a misure di restrizione sulle spese correnti (per esempio spese per protezione sociale o per il pubblico impiego) o ad aumenti della pressione fiscale. Per contro, il ricorso alle clausole per gli investimenti pubblici e le riforme strutturali introdotte dalla "Comunicazione sulla flessibilità" del 2015, che avrebbero permesso maggiore flessibilità di bilancio per la parte preventiva del Patto, hanno avuto un'adesione scarsa da parte degli Stati membri. Condizioni di accesso restrittive hanno contribuito a determinare effetti di portata e durata limitati.

Un terzo elemento che si è rivelato critico nell'attuazione delle regole del Patto riguarda l'ampio utilizzo di indicatori non osservabili e che necessitano di essere stimati. In questo caso, il riferimento è soprattutto al saldo strutturale che richiede una stima del PIL potenziale, dell'*output gap* e delle elasticità delle componenti cicliche del bilancio rispetto alle basi imponibili.

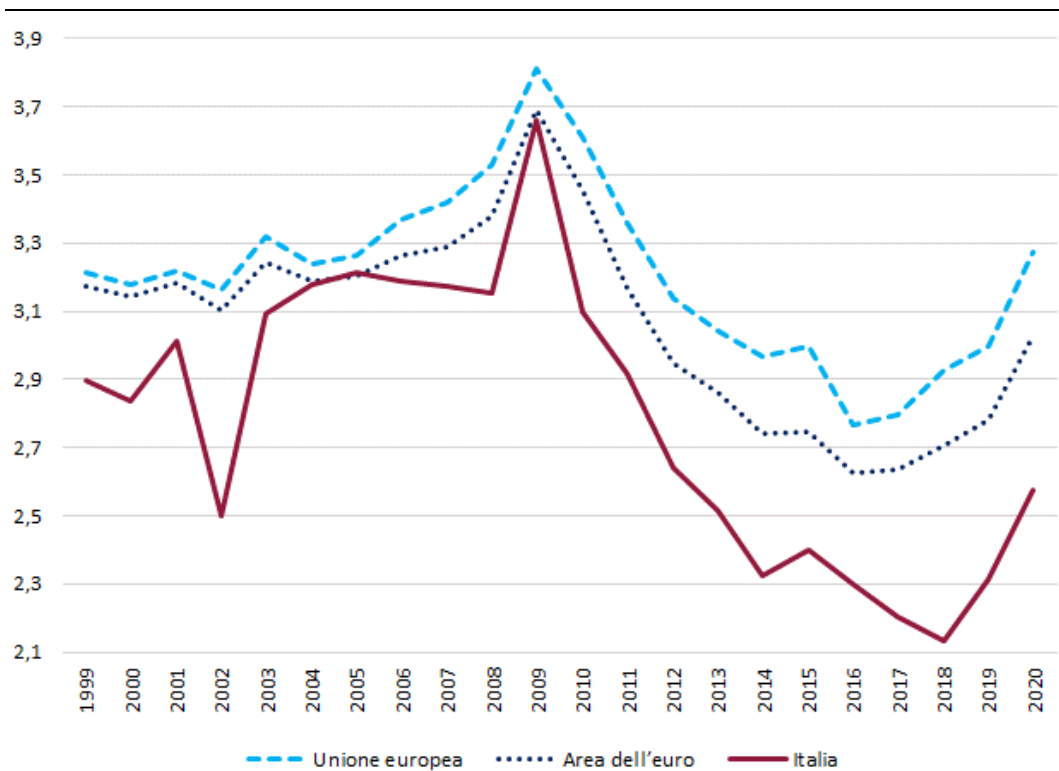
Il prodotto potenziale è interpretabile economicamente come il valore massimo di *output* ottenibile impiegando efficientemente i fattori produttivi disponibili, in condizioni di inflazione stabile. La deviazione tra la produzione effettiva e il prodotto potenziale è l'*output gap*, che identifica le oscillazioni di un'economia rispetto all'utilizzo ottimale delle risorse produttive; l'*output gap* è quindi interpretabile sia come indicatore del ciclo economico sia come misura delle spinte inflazionistiche per l'eccesso della domanda sull'offerta produttiva.

La quantificazione empirica del PIL potenziale e dell'*output gap* è estremamente difficile, in quanto si tratta di variabili non osservabili la cui stima può essere ottenuta in diversi modi; la stima del prodotto potenziale è sempre, anche in condizioni normali, circondata da un elevato grado di incertezza, ascrivibile a diversi fattori. In primo luogo sono molteplici ed eterogenei gli approcci econometrici che è possibile utilizzare, da quelli puramente statistici a quelli basati sulla funzione di produzione o vie intermedie di modelli ibridi, fino all'utilizzo dei *big data*. Inoltre, anche a parità di modello econometrico adottato, le stime possono differire a causa di numerose ipotesi tecniche, necessarie ad esempio per avviare la procedura di stima, che influenzano sensibilmente il risultato ottenuto. Oltre che per la modellistica, le stime sul prodotto potenziale risentono fortemente dell'incertezza derivante dai dati sottostanti, in quanto le serie storiche

sono soggette a revisioni che possono portare a modifiche non trascurabili nei risultati finali³. Nel caso in cui, come avviene per la procedura concordata in sede UE (*Commonly Agreed Methodology*⁴), per la stima vengano utilizzate anche le previsioni, l'incertezza è amplificata dall'alea che circonda le dinamiche economiche future.

Evidenza di questa incertezza è riscontrabile attraverso il confronto delle differenti stime ottenute dalle varie istituzioni internazionali oltre alla Commissione europea, come il Fondo monetario internazionale e l'OCSE, che, pur utilizzando approcci simili, ottengono valutazioni del prodotto potenziale che spesso si discostano in maniera rilevante. Per tener conto di questa incertezza l'UPB, nello sviluppare una propria metodologia di stima, ha optato per il ricorso a una pluralità di modelli per la stima del potenziale dell'Italia; l'insieme dei modelli dell'UPB viene utilizzato non soltanto per ottenere una stima puntuale del prodotto potenziale e dell'*output gap*, ma anche per identificare un intervallo dei valori all'interno dei quali si possono verosimilmente collocare i valori del potenziale e del *gap*⁵.

Fig. 3 – Investimenti pubblici
(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea.

³ Per alcune analisi dell'incertezza delle stime si veda Fioramanti M., Pollastri C. e Padriani F. (2015) "La stima del PIL potenziale e dell'*output gap*: analisi di alcune criticità", Nota di Lavoro UPB 1/2015, e Frale C. e De Nardis S. (2018) "Quando il *gap* si fa incerto: stime alternative del potenziale e dell'*output gap* nell'economia italiana", Nota di lavoro UPB 2/2017.

⁴ Havik K., Mc Morrow K., Orlandi F., Planas C., Raciborski R., Röger W. e Vandermeulen V. (2014). The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps (European Economy Economic Papers No. 535). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG-ECFIN), European Commission.

⁵ Proietti T., Fioramanti M., Frale C. e Monteforte L. (2020) "A Systemic Approach to Estimating the Output Gap for the Italian Economy", *Comparative Economic Studies*, 2020, vol. 62, issue 3, No 6, 465-493.

La regola sulla spesa netta cerca di limitare l'uso di indicatori non osservabili, ma necessita comunque di stime sulla componente ciclica delle spese per disoccupazione (per depurarla dall'aggregato di spesa di riferimento) e della crescita potenziale di medio termine per stabilire il *benchmark*. Occorre anche disporre di una stima del saldo strutturale in quanto, per stabilire la crescita consentita della spesa netta, è necessario stabilire se sia stato già raggiunto o meno l'OMT. Inoltre, la regola necessita di una stima accurata dell'impatto quantitativo delle misure discrezionali di entrata in quanto i relativi incassi vengono utilizzati per calcolare la crescita della spesa netta.

Ambedue le regole richiedono altresì una stima dell'impatto sui saldi delle misure di bilancio temporanee mentre la regola sulla spesa necessita di informazioni sull'ammontare delle spese finanziate attraverso i fondi UE. Come anche evidenziato dal Network dei *fiscal council* della UE⁶, le informazioni su questi aggregati non sono messe a disposizione in maniera sistematica e tempestiva. Sebbene di importo relativamente modesto, maggiori informazioni sull'ammontare e la natura di questi due aggregati contribuirebbero a una migliore comprensione e a un monitoraggio più efficace, soprattutto *ex ante*, degli indicatori utilizzati dalle due regole numeriche.

Anche a causa dei problemi ricordati in precedenza, nel corso degli anni l'applicazione delle regole ha richiesto un significativo grado di flessibilità e di interpretazione da parte della Commissione europea e del Consiglio della UE. Per consentire una corretta programmazione di bilancio queste interpretazioni avrebbero richiesto una discussione e un accordo tra Commissione e Stati membri *ex ante*, ovvero prima della predisposizione dei Programmi di stabilità, per poi essere monitorate *ex post*. Al contrario, in molti casi, in particolare nella definizione e portata degli eventi "inusuali" (per esempio flussi migratori inattesi, atti terroristici) che hanno introdotto la possibilità di deviazioni dagli obiettivi standard di aggiustamento strutturale, le decisioni su questi elementi di flessibilità sono state prese e rese note solo in autunno.

In particolare per l'Italia, ciò ha contribuito a ridurre la portata del nostro Programma di stabilità, il Documento di economia e finanza (DEF), non solo come documento strategico di medio termine della finanza pubblica, ma anche come strumento per fissare gli obiettivi dei principali saldi di bilancio per l'anno successivo. Infatti, anche volendo escludere il biennio 2020-21 a causa della crisi pandemica e della relativa incertezza, gli obiettivi programmatici del DEF (nominali e strutturali) sono stati spesso modificati in autunno in occasione della pubblicazione della Nota di aggiornamento al DEF e del Documento programmatico di bilancio. Ciò è avvenuto anche in conseguenza dell'esito delle discussioni in ambito UE sull'interpretazione delle regole, in particolare sugli elementi di flessibilità, e talvolta anche sulla misurazione dei saldi strutturali.

La pratica introdotta dalla Commissione europea dallo scorso anno di pubblicare una *guidance* per le politiche di bilancio a febbraio prima della predisposizione dei Programmi di stabilità, anche con indicazione dei criteri per la valutazione degli stessi,

⁶ Network of the EU IFIs (2021), "EU fiscal and economic governance review: A contribution from the Independent EU Fiscal Institutions".

appare come uno strumento opportuno nella direzione di una migliore programmazione delle politiche di bilancio degli Stati membri e di un loro più efficace coordinamento. Sarebbe auspicabile mantenere tale pratica anche negli anni futuri dopo la disattivazione della clausola di salvaguardia.

3. Le proposte di riforma delle regole di bilancio della UE

Il riconoscimento dei problemi esposti nel paragrafo precedente ha ispirato una serie di proposte di riforma che in parte si riflettono in alcuni “temi chiave” pubblicati dalla Commissione europea nella sua recente Comunicazione “Orientamenti di politica di bilancio per il 2023”. Secondo la Comunicazione, su questi temi potrebbe essere trovato un consenso fra gli Stati membri. In primo luogo, il nuovo *framework* di bilancio della UE dovrebbe assicurare la sostenibilità del debito e promuovere la crescita attraverso il sostegno agli investimenti e alle riforme. Inoltre, la sorveglianza dovrebbe dare più rilevanza al medio termine considerando la possibilità per i singoli Stati membri di stabilire e attuare il proprio piano di aggiustamento di bilancio secondo linee guida stabilite a livello della UE, incorporando nel percorso di aggiustamento i piani per gli investimenti e le riforme. Questa parziale decentralizzazione verrebbe comunque affiancata dall’attuale monitoraggio annuale delle posizioni di bilancio nel contesto del coordinamento multilaterale nell’ambito del Semestre europeo. Vengono considerati obiettivi importanti la semplificazione delle regole, procedure più efficaci per il loro rispetto e una maggiore “titolarità nazionale” delle regole (“*national ownership*”). Sulla semplificazione, la Commissione europea sottolinea che l’attuale discussione investe anche la possibilità di focalizzare la sorveglianza di bilancio solo sugli “errori rilevanti” (“*gross policy errors*”). Sulla titolarità nazionale, l’esperienza del Dispositivo per la ripresa e la resilienza potrà fornire degli utili elementi, anche se la Commissione segnala la necessità di ulteriori approfondimenti su questi aspetti.

Anche se la Comunicazione non fornisce al momento ulteriori dettagli sul tema degli errori rilevanti, si segnala che il riferimento è già contenuto nel Trattato di Maastricht per quanto riguarda il mancato rispetto della regola sul disavanzo e sul debito; ovvero un errore di *policy* rilevante è rappresentato da una deviazione permanente dagli obiettivi di disavanzo o debito non legata al verificarsi di eventi eccezionali.

Questi temi trovano ampio riscontro nei contributi presentati negli ultimi due anni anche in risposta alla consultazione pubblica promossa dalla Commissione europea. Sul piano delle regole, molti contributi propongono di permettere agli Stati membri il ricorso al disavanzo per finanziare investimenti pubblici, in particolare per quelli che possono contribuire alla transizione energetica o climatica. Inoltre, una certa convergenza di opinioni è stata raggiunta sulla necessità di semplificazione attraverso l’introduzione di un solo obiettivo finale, o “*àncora*”, rappresentato dal debito in rapporto al PIL. Tale obiettivo dovrebbe essere raggiunto dagli Stati membri gradualmente anche attraverso un percorso

differenziato con un monitoraggio annuale condotto attraverso un unico indicatore di solito individuato nella crescita della spesa netta.

Diverse proposte condividono l'idea di introdurre una qualche forma di "golden rule" nelle regole fiscali ovvero di permettere il ricorso al disavanzo per finanziare spese con ricadute nel lungo periodo o per finanziare beni pubblici europei. L'idea di permettere disavanzo e debito per gli investimenti pubblici è stata sempre presente nel dibattito sulle regole di bilancio. Più di recente è stata avanzata la proposta di limitarne la possibilità solo a investimenti specifici, in particolare gli investimenti per la transizione climatica e la trasformazione digitale⁷, oppure per finanziare beni pubblici europei, come ricerca e innovazione, difesa, sicurezza, autonomia energetica, stabilità finanziaria, che vadano a beneficio delle generazioni future⁸. In alcuni casi, viene proposto che la "golden rule" sia applicata in periodi di recessione o rallentamento economico⁹. In una direzione simile si muovono quei contributi¹⁰ che suggeriscono di consentire un rientro più graduale per il debito contratto dai singoli Stati per finanziare beni pubblici europei insieme a quello utilizzato per finanziare le recessioni economiche causate da fattori esogeni come il COVID.

Una golden rule ben congegnata potrebbe consentire di meglio coniugare un percorso di consolidamento del debito con la crescita. I possibili effetti di una *golden rule* possono essere illustrati con un esercizio stilizzato basato su un'applicazione semplificata delle regole di bilancio. Lo scenario base è rappresentato dall'applicazione senza modifiche della regola di avvicinamento verso l'OMT che prevedrebbe, a partire dal 2023, un aggiustamento di mezzo punto percentuale annuo del saldo strutturale di bilancio. Questo scenario viene confrontato con quelli derivanti dall'applicazione di una *golden rule* che consenta di accompagnare l'aggiustamento sul saldo strutturale con un'espansione annuale di 0,5 punti percentuali di PIL degli investimenti pubblici cumulata dal 2023 fino al 2030. Si considerano due diverse ipotesi di investimenti associati alla *golden rule*. Nella prima l'espansione riguarda tutti gli investimenti pubblici, mentre nella seconda si ipotizza un incremento limitato agli investimenti pubblici in energia rinnovabile.

⁷ Come proposto in Darvas Z. e Wolff G. B. (2021), "A green fiscal pact: climate investment in times of budget consolidation", Bruegel e Bordinon M. e Pisauro G. (2021), "On Reforming the EU Fiscal Framework".

⁸ La produzione dei beni pubblici in senso stretto, caratterizzati da non escludibilità e non rivalità nel consumo, è tipicamente demandata al settore pubblico. Per i beni pubblici europei si considerano ulteriori criteri, quali la presenza di economie di scala e di esternalità. In breve, assegnare fondi a un livello più alto può generare economie di scala, con riduzioni di costo di cui altrimenti gli Stati membri da soli non sarebbero in grado di beneficiare. Alcune politiche generano inoltre benefici che travalicano i confini nazionali, tali da giustificare una loro fornitura a un livello superiore. Si pensi al sistema europeo di navigazione satellitare civile Galileo – fondamentale per settori come la logistica, le telecomunicazioni e i trasporti –, reso possibile dalla collaborazione tra paesi europei, e non solo. Risulta evidente come i benefici di simili progetti di interesse comune europeo non possano ricondursi a un solo paese ma si estendano a tutti.

⁹ Come proposto in Darvas Z. e Anderson J. (2020), "New life for an old framework: redesigning the European Union's expenditure and golden fiscal rules", Bruegel.

¹⁰ Giavazzi F., Guerrieri V., Lorenzoni G., e Weymuller C. (2021), "Revising the European Fiscal Framework".

Si noti che, considerando il quadro programmatico pubblicato nella Nota tecnico-illustrativa alla Legge di bilancio 2022-24, gli investimenti fissi lordi delle Amministrazioni pubbliche crescerebbero dal 3 per cento del PIL nel 2022 al 3,6 per cento nel 2023. Nell'anno successivo, essi si ridurrebbero leggermente, al 3,4 per cento del PIL.

L'impatto sul PIL di un aumento indistinto degli investimenti pubblici viene stimato attraverso il moltiplicatore del modello Memo-IT utilizzato dall'UPB. Per la stima dell'effetto degli investimenti in energia rinnovabile non è disponibile un moltiplicatore che sia stato desunto da dati italiani. La simulazione fa quindi riferimento a un valore stimato in un lavoro del Fondo monetario internazionale (FMI)¹¹, sulla base di dati relativi a diversi paesi¹², che risulta di circa il 30 per cento superiore a quello del modello Memo-IT. Ambedue le simulazioni assumono, inoltre, che l'aggiustamento strutturale abbia luogo solo sulle poste di bilancio diverse dagli investimenti pubblici (ovvero su spese correnti ed entrate).

Per effettuare le simulazioni, è stato utilizzato il *framework* DSA dell'UPB¹³. Si è ipotizzato il graduale ritorno del PIL al trend pre-COVID (ovvero al *trend* del periodo 2014-19, durante il quale la crescita media è stata di poco più dell'1 per cento), il graduale ritorno dell'inflazione all'obiettivo della BCE (2 per cento), la graduale convergenza del tasso di interesse a breve sui titoli di Stato all'emissione all'1,8 per cento e del tasso a lunga al 3,1 per cento¹⁴. L'effetto di retroazione del PIL sugli aggregati di finanza pubblica viene stimato considerando l'elasticità del saldo primario all'*output gap* pari a 0,544, utilizzata dalla Commissione europea per la stima dei saldi strutturali¹⁵. Infine è importante sottolineare che i dati e le stime di partenza sono quelle utilizzate per la valutazione della NADEF 2021. Gli esercizi verranno quindi aggiornati quando saranno disponibili gli scenari macroeconomici e di finanza pubblica del DEF 2022.

La figura 4 mostra l'andamento del livello del PIL reale nello scenario base e nei due scenari con *golden rule* alternative. Dalla figura risulta chiaramente l'impatto positivo stimato dall'introduzione di una *golden rule* grazie all'aumento cumulato degli investimenti pubblici e al loro moltiplicatore relativamente elevato. In particolare, nello scenario con espansione degli investimenti pubblici, nel 2030 il PIL reale sarebbe più elevato del 3,8 per cento rispetto allo scenario con il solo aggiustamento strutturale; nello scenario con investimenti pubblici in energia rinnovabile, nel 2030 il PIL reale sarebbe superiore del 5,4 per cento.

¹¹ Batini N., Di Serio M., Fragetta M., Melina G. Waldronet A. (2021) "Building Back Better: How Big Are Green Spending Multipliers?" IMF Working Papers 2021.087.

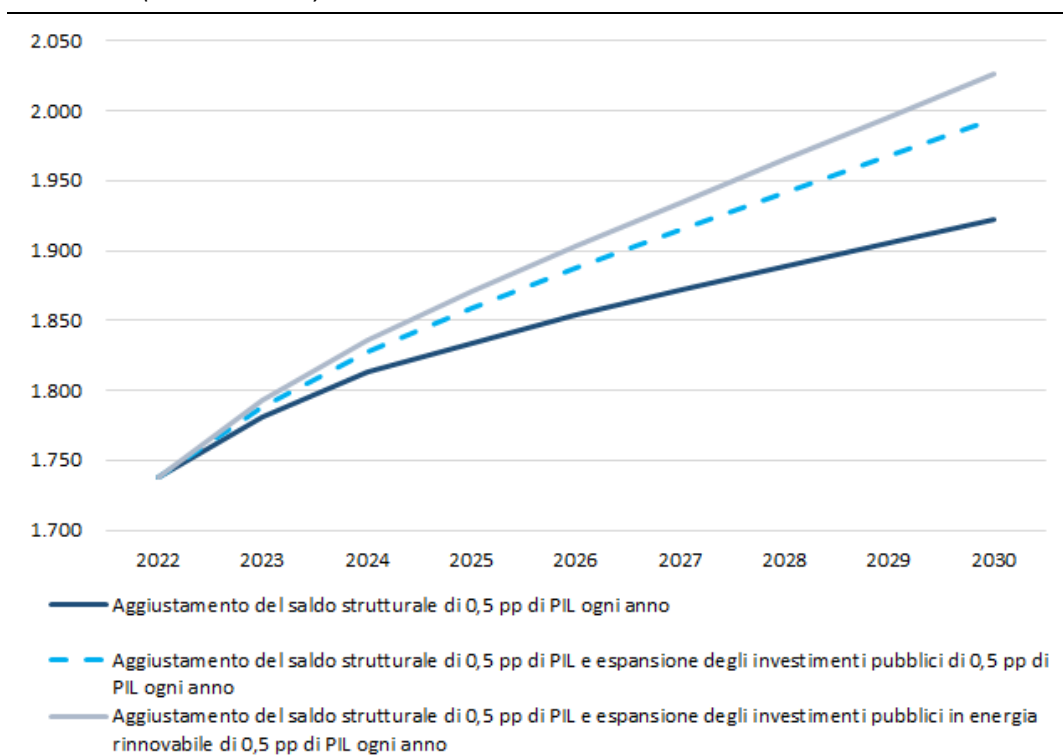
¹² Ovvero Cina, Giappone, Corea del Sud, Canada, Stati Uniti, Brasile, Indonesia, Messico, Russia, Australia, Nuova Zelanda, Francia, Germania e Italia, dal 2003 al 2019.

¹³ Si veda Gabbriellini, C., Nocella, G. e Padriani, F. (2021), "Assessing Italy's public debt dynamics in the medium term with the PBO framework: Illustrative scenario analysis for the post-Covid period", Nota di lavoro UPB n. 2/2021.

¹⁴ Tali valori sono coerenti con il ritorno del differenziale del tasso a breve rispetto alla crescita nominale del PIL e con il premio a termine sui tassi a lunga a valori pari alla mediana dal 1999, ovvero dall'avvio dell'area dell'euro.

¹⁵ Si veda Mourre G., Poissonnier A. e Lauseggeret M. (2019), "The Semi-Elasticities Underlying the Cyclically-Adjusted Budget Balance: An Update & Further Analysis", European Economy Discussion Paper, n. 098, European Commission.

Fig. 4 – Livello del PIL reale
(miliardi di euro)

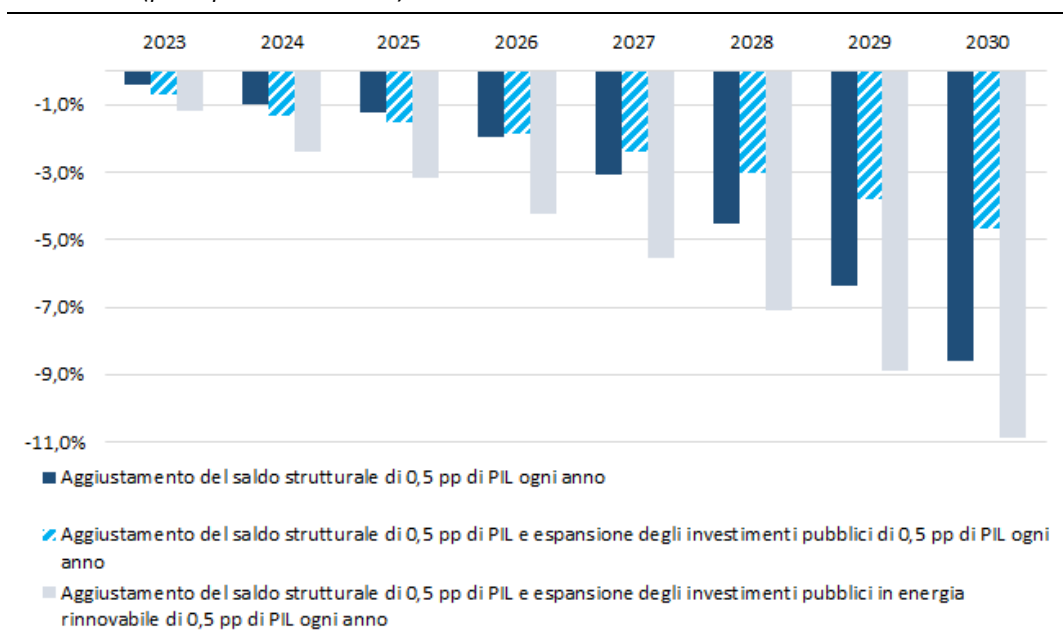


Fonte: elaborazioni su scenari NADEF 2021.

La figura 5 mostra la riduzione del debito in rapporto al PIL rispetto al 2022 che si avrebbe nei tre scenari. Fino al 2025, grazie al livello del PIL più elevato e nonostante il disavanzo complessivo più alto, ambedue gli scenari con la *golden rule* mostrano una riduzione di tale rapporto maggiore rispetto allo scenario con il solo aggiustamento strutturale. Successivamente, nello scenario che vede una espansione non qualificata degli investimenti pubblici, la maggiore crescita non sembra in grado di compensare il più elevato disavanzo: nel 2030, la riduzione del rapporto tra il debito e il PIL con il solo aggiustamento strutturale sarebbe pari a 8,6 punti percentuali rispetto al 2022, mentre nello scenario con la *golden rule* sugli investimenti pubblici la riduzione sarebbe pari a 4,7 punti percentuali.

Più favorevole appare nel medio periodo la *golden rule* sugli investimenti pubblici in energia rinnovabile, per la quale tuttavia, come si è visto, è stato utilizzato un moltiplicatore particolarmente elevato che andrebbe confermato con specifiche analisi per il nostro paese. In questo caso la diminuzione del rapporto tra il debito e il PIL al termine dell'orizzonte qui considerato sarebbe superiore a quella dello scenario base e pari a 10,9 punti percentuali.

Fig. 5 – Debito pubblico – Variazioni rispetto al 2022
(punti percentuali di PIL)



Fonte: elaborazioni su scenari NADEF 2021.

L'applicazione di una eventuale *golden rule* richiede tuttavia che siano superate le difficoltà relative all'individuazione del perimetro delle spese ammesse e alla loro corretta classificazione. Per esempio, è solitamente riconosciuto che molte tipologie di spesa corrente, come ad esempio le spese per istruzione o sanità, possano avere un impatto sul PIL uguale o maggiore a quello degli investimenti pubblici in senso stretto. Inoltre, anche nell'insieme degli investimenti ritenuti avere un moltiplicatore elevato, per esempio quelli legati alla sostenibilità ambientale, occorre una valutazione molto accurata per stabilire i loro effettivi rendimenti e quindi il loro impatto sul PIL (si pensi ai problemi del cosiddetto *green washing*).

Un ampio consenso è inoltre emerso nel considerare necessaria nel nuovo *framework* una revisione del livello dell'obiettivo per il debito in rapporto al PIL e della dinamica di avvicinamento allo stesso. Dati i livelli di debito raggiunti a fine 2021 a causa della pandemia, molte proposte segnalano la necessità di aumentare il parametro di riferimento del rapporto tra il debito e il PIL previsto dal Trattato di Maastricht, innalzandolo all'attuale valore medio della UE, prossimo al 100 per cento¹⁶, oppure di consentire un periodo più lungo per il suo raggiungimento, per esempio 40 anni invece di 20 (come previsto dall'attuale regola di aggiustamento del debito)¹⁷, o di prevedere

¹⁶ Come proposto da Francová, O., Hitaj, E., Goossen, J., Kraemer, R., Lenarčič, A., e Palaiodimos, G. (2021), "EU fiscal rules: reform considerations" (No. 17), European Stability Mechanism.

¹⁷ Come proposto da Claeys, G., Darvas, Z. M., e Leandro, A. (2016), "A proposal to revive the European fiscal framework" (No. 2016/07), Bruegel Policy Contribution e da Cottarelli, C. (2018), "How Could the Stability and Growth Pact Be Simplified?", European Parliament.

un percorso di riduzione più graduale per il debito generato da eventi esogeni quali, ad esempio, la pandemia¹⁸, o da condizioni macroeconomiche sfavorevoli¹⁹.

In Giavazzi F., Guerrieri V., Lorenzoni G. e Weymuller C. (2021), "Revising the European Fiscal Framework", viene proposto un obiettivo di debito di lungo termine al 60 per cento del PIL e un obiettivo di debito di medio termine da raggiungere in 10 anni, basato su una velocità di aggiustamento che è tanto minore quanto è maggiore il debito accumulato in seguito alle crisi, a investimenti con benefici di lungo periodo sulla crescita e a spese in beni pubblici europei. A seguito della pandemia, in Italia il debito pubblico è aumentato di 16,2 punti percentuali di PIL nel 2021 rispetto al 2019, mentre era già aumentato a seguito della crisi finanziaria di 12,7 punti nel 2009 rispetto al 2007. La proposta prevede una suddivisione del debito accumulato in una parte che deve essere ridotta velocemente (ovvero un ventesimo all'anno rispetto all'obiettivo del 60 per cento) e un'altra parte che può essere ridotta lentamente (ovvero un cinquantesimo all'anno). La parte di debito che deve essere ridotta lentamente è quella accumulata in seguito a crisi e per finanziare sia investimenti con benefici di lungo periodo sulla crescita sia spese in beni pubblici europei, mentre la parte di debito che va ridotta velocemente è la restante parte. Come strumento per ridurre il debito viene proposta una regola della spesa, per cui, date le previsioni di entrata, viene definito un tetto di crescita per un aggregato composto dalla spesa primaria al netto della spesa per interessi, degli stabilizzatori automatici e degli investimenti con benefici di lungo periodo sulla crescita.

La proposta prevede anche il trasferimento del debito accumulato in seguito a crisi a un'agenzia del debito europea, riprendendo proposte avanzate già a seguito della crisi finanziaria del 2007-08. Nella prospettiva di una riduzione dei programmi di acquisto dei titoli pubblici nazionali da parte della BCE, l'obiettivo è la creazione di un titolo di debito europeo, che consentirebbe ai paesi di finanziarsi a tassi di interesse più bassi di quelli pagati sui titoli di propria emissione.

In European Fiscal Board (2020), "Annual Report 2020", viene invece proposta una differenziazione della velocità di riduzione del debito in base al livello di partenza del rapporto tra il debito e il PIL, per cui maggiore è il debito, minore è la velocità di riduzione dell'eccesso rispetto al 60 per cento, e in base al differenziale tra onere medio del debito e tasso di crescita del PIL, per cui all'aumentare di tale differenziale, si riduce la velocità di aggiustamento. Ad esempio, con un debito tra il 100 e il 150 per cento del PIL e un differenziale tra costo medio del debito e tasso di crescita del PIL minore di zero, caso che corrisponde alla situazione stimata per l'Italia, la velocità di riduzione dell'eccesso del debito rispetto al 60 per cento del PIL sarebbe del 5 per cento annuo, come per la regola di riduzione del debito esistente. Tuttavia, se ad esempio il debito fosse superiore al 150 per cento del PIL e il differenziale tra costo medio del debito e tasso di crescita del PIL fosse maggiore di uno, allora la velocità di riduzione dell'eccesso del debito rispetto al 60 per cento del PIL sarebbe pari al 2 per cento annuo.

Alcune proposte sottolineano la possibilità di stabilire obiettivi specifici per ogni paese in modo da contemperare la finalità della sostenibilità del debito con quella della stabilità macroeconomica rendendo il sentiero di aggiustamento meno pro-ciclico (o idealmente anti-ciclico) e quindi maggiormente credibile. In quest'ottica si collocano le proposte che suggeriscono di richiedere a ogni singolo Stato membro, in coordinamento

¹⁸ Come proposto da Giavazzi, F., Guerrieri, V., Lorenzoni, G., e Weymuller, C. (2021), "Revising the European Fiscal Framework", dove la velocità di riduzione del debito dipende dall'ammontare di debito accumulato in passato a seguito di crisi e investimenti.

¹⁹ Come proposto da European Fiscal Board (2021), "Annual Report 2021", Brussels e in European Fiscal Board (2020), "Annual Report 2020", Brussels, dove la velocità di riduzione del debito dipende dalle condizioni economiche specifiche del paese considerato, in particolare dal differenziale tra onere medio del debito e tasso di crescita del PIL.

con la Commissione europea e il Consiglio della UE di elaborare il proprio piano di rientro del debito tenendo conto delle condizioni macroeconomiche e finanziarie²⁰. Ciò sarebbe analogo a quanto accaduto con l'elaborazione del PNRR²¹. Nel contesto di una riforma ancora più ambiziosa, si segnala anche la proposta che suggerisce di abbandonare l'approccio delle regole numeriche per applicare degli "standard di bilancio", dove il *trade-off* tra rischi sul debito e necessità di stabilizzazione del PIL viene valutato continuamente sulla base delle informazioni disponibili e di un'analisi probabilistica della sostenibilità del debito²².

Per valutare le implicazioni di una regola che abbia come caratteristica principale un obiettivo di debito di medio termine e il relativo sentiero di aggiustamento, si illustra un esercizio stilizzato in cui viene ipotizzato il ritorno dal 2023 di una regola di riduzione del debito. Vengono considerate tre diverse configurazioni della regola di aggiustamento del debito: la prima configurazione ipotizza l'attuale regola di riduzione del debito pubblico contenuta nel Patto di stabilità e crescita per cui il debito in rapporto al PIL si deve ridurre di un ventesimo l'anno rispetto al 60 per cento del PIL; la seconda configurazione della regola ipotizza che il rapporto si riduca di un quarantesimo l'anno rispetto al 60 per cento del PIL; la terza configurazione ipotizza che il rapporto si riduca di un ventesimo l'anno rispetto al 100 per cento del PIL. Nell'interpretazione dei risultati, è importante sottolineare che in queste simulazioni, a differenza delle precedenti, non viene considerato l'impatto sul PIL dell'aggiustamento di bilancio e la relativa retroazione sulla finanza pubblica.

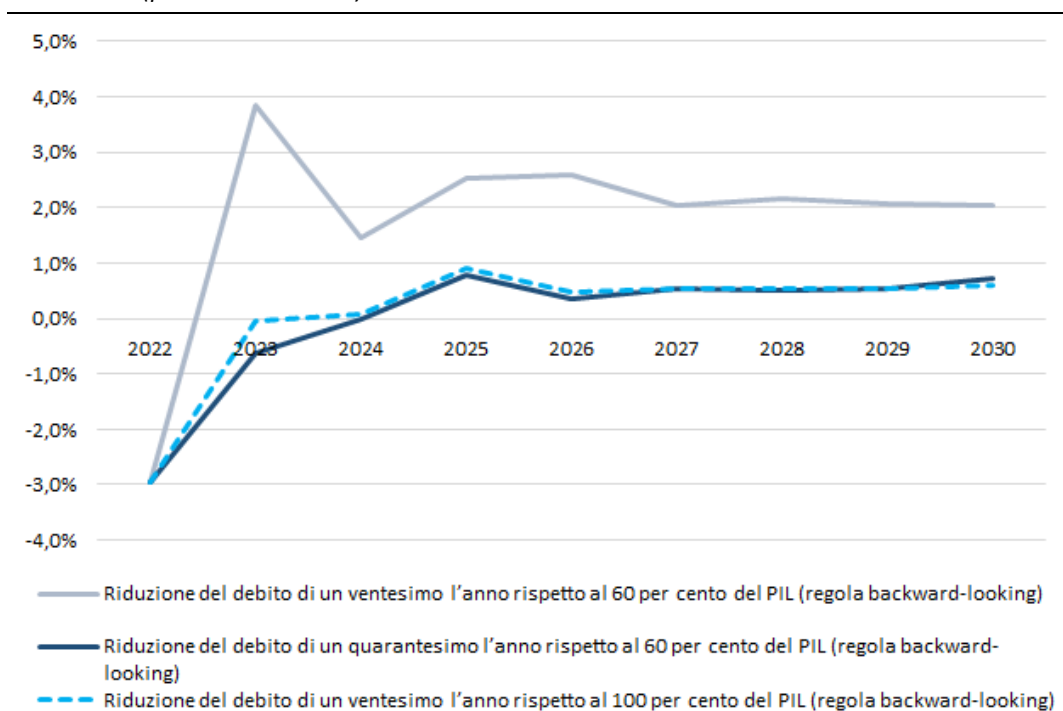
La figura 6 mostra il saldo primario in rapporto al PIL che sarebbe necessario per il rispetto delle diverse configurazioni della regola di riduzione del debito pubblico. In tutti gli scenari, e in modo particolare nello scenario con l'attuale regola del debito, il rispetto della regola richiederebbe un miglioramento del saldo primario nel 2023 rilevante rispetto al 2022. Nel primo scenario, la riduzione del debito di un ventesimo all'anno rispetto al 60 per cento del PIL richiederebbe un avanzo primario pari a circa il 4 per cento del PIL nel 2023, un aumento di quasi 7 punti percentuali rispetto al 2022. Nello scenario con una velocità di aggiustamento inferiore, il saldo primario necessario nel 2023 sarebbe negativo, ovvero un disavanzo pari a circa mezzo punto percentuale, in ogni caso un miglioramento di quasi 2 ½ punti percentuali rispetto al 2022. Infine, nell'ipotesi di un obiettivo di rapporto tra il debito e il PIL del 100 per cento da raggiungere in 20 anni, il saldo primario necessario sarebbe il pareggio, un miglioramento di poco meno di 3 punti di PIL rispetto all'anno precedente.

²⁰ Martin P., Pisani-Ferry J., e Ragot X. (2021), "Reforming the European fiscal framework", Les notes du conseil d'analyse économique, 63; Bordignon M. e Pisauo G. (2021), "On Reforming the EU Fiscal Framework".

²¹ Buti M. e Messori M. (2022), Euro area policy mix: From horizontal to vertical coordination, CEPR Policy Insight, No 113.

²² Si veda Blanchard, O., Leandro, A., e Zettelmeyer, J. (2021), "Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards", *Economic Policy*, 36(106), 195-236.

Fig. 6 – Saldo primario necessario per il rispetto della regola sul debito (percentuale del PIL)



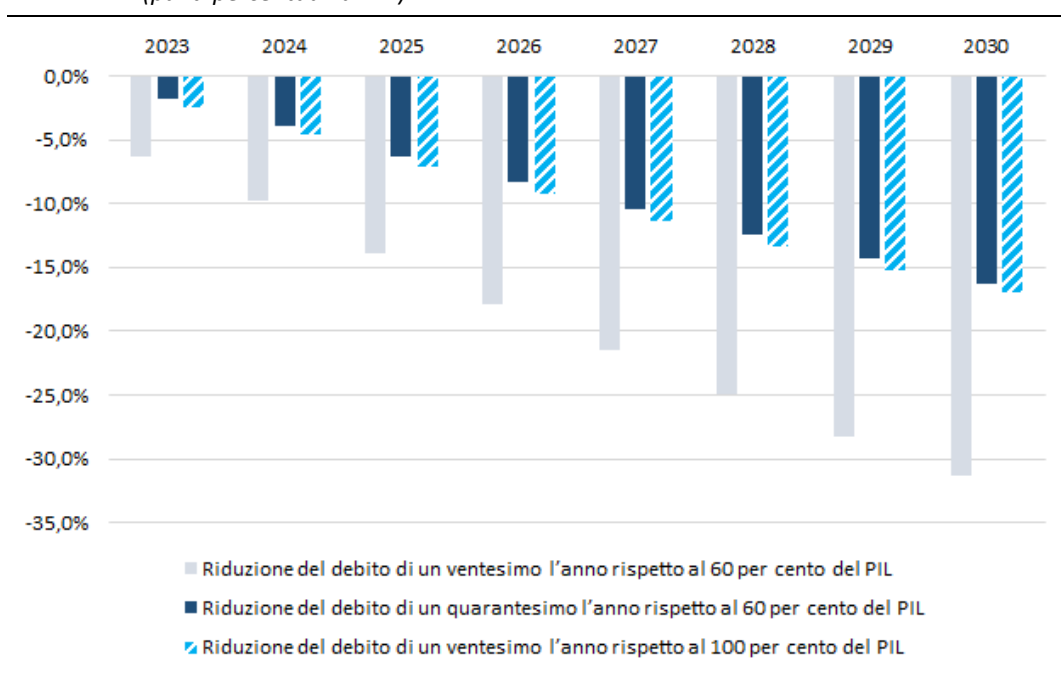
Fonte: elaborazioni su scenari NADEF 2021.

Negli anni successivi, nel primo scenario il saldo primario dovrebbe rimanere a un avanzo elevato, pari a circa il 2 per cento del PIL in media dal 2024 al 2030. Negli altri due scenari, l'avanzo primario necessario per il rispetto della regola sarebbe pari in media a circa mezzo punto percentuale del PIL, un livello più contenuto ma ambizioso se il suo raggiungimento dovesse essere richiesto in tempi rapidi.

Nella figura 7 vengono illustrate le possibili corrispondenti riduzioni del rapporto tra il debito e il PIL nelle tre configurazioni della regola sul debito. Al 2030 nel primo scenario il debito si ridurrebbe di più di 31 punti percentuali di PIL rispetto al 2022 mentre negli altri due scenari la riduzione rispetto al 2022 sarebbe pari a circa 16-17 punti percentuali di PIL.

È importante sottolineare nuovamente che questi scenari sono stati stimati senza considerare l'impatto sul PIL che gli aggiustamenti di bilancio potrebbero comportare e i relativi effetti di retroazione sulla finanza pubblica. Considerando tali effetti, gli aggiustamenti dei saldi primari porterebbero a una riduzione minore del rapporto tra il debito e il PIL illustrata in figura 7. Per esempio, nella configurazione della regola con riduzione del debito di un ventesimo all'anno rispetto al 60 per cento del PIL, l'impatto sfavorevole sul PIL compenserebbe in gran parte l'aggiustamento strutturale di bilancio nel 2023 portando a una riduzione del rapporto di soli 1,7 punti percentuali invece dei 6,3 punti percentuali attesi senza effetti di retroazione.

Fig. 7 – Variazione del debito pubblico rispetto al 2022 per il rispetto della regola sul debito
(punti percentuali di PIL)



Fonte: elaborazioni su scenari NADEF 2021.

Queste considerazioni suggeriscono l'importanza che ha la crescita del PIL, o più precisamente il differenziale tra i tassi di interesse e la crescita del PIL, sul rispetto della regola sul debito, e in generale sulla sostenibilità del rapporto tra il debito e il PIL. Ciò viene illustrato nella tabella 1 dove per diverse ipotesi di tale differenziale, indicato con *i-g*, viene stimato il saldo primario necessario per il rispetto delle tre ipotesi di regole di aggiustamento del debito, sempre senza considerare gli effetti di retroazione. Nello scenario con l'attuale regola di aggiustamento del debito, un aumento del differenziale *i-g* di un punto percentuale rispetto alle ipotesi centrali richiederebbe un aumento del saldo primario necessario per il rispetto della regola pari a circa 1,3 punti percentuali di PIL.

Tab. 1 – Saldo primario necessario per il rispetto della regola sul debito nel primo anno di simulazione (2023)
(percentuale del PIL)

Tasso d'interesse - tasso di crescita	Ipotesi di regola di aggiustamento del debito pubblico in rapporto al PIL		
	Un ventesimo dell'eccesso rispetto al 60%	Un quarantesimo dell'eccesso rispetto al 60%	Un ventesimo dell'eccesso rispetto al 100%
i-g scenario centrale + 1%	5,1	0,9	1,5
i-g scenario centrale	3,8	-0,6	0,0
i-g scenario centrale - 1%	2,4	-2,1	-1,5

Fonte: elaborazioni su scenari NADEF 2021.

Negli altri due scenari, l'aumento del saldo primario necessario sarebbe di circa 1,5 punti percentuali. Una riduzione del differenziale *i-g* di un punto percentuale rispetto alle ipotesi centrali richiederebbe, per il rispetto della regola, un saldo primario inferiore di 1,4 punti percentuali nel primo scenario e di circa 1,5 punti percentuali negli altri due scenari, con effetti quindi pressoché simmetrici rispetto all'ipotesi di aumento del differenziale.

Numerosi contributi suggeriscono di semplificare il quadro delle regole esistenti individuando nel debito in rapporto al PIL il principale parametro del nuovo framework (cosiddetta àncora) e utilizzando un solo indicatore, analogo all'attuale regola della spesa, per il monitoraggio²³. Tale indicatore rappresenterebbe quindi un obiettivo operativo o intermedio che verrebbe fissato annualmente sulla base di una serie di criteri e ipotesi. Rispetto all'applicazione della regola della spesa attuale, il tasso di crescita consentito dovrebbe essere calcolato per consentire di raggiungere il livello obiettivo dell'àncora del debito nel tempo di aggiustamento stabilito. Se il livello del rapporto tra il debito e il PIL effettivo è superiore all'àncora, la crescita nominale della spesa netta dovrà essere inferiore alla crescita del PIL nominale, dove quest'ultimo è calcolato sulla base delle stime di crescita del PIL reale effettivo, potenziale o di *trend* negli anni futuri e di un'ipotesi di tasso di inflazione. L'inflazione di riferimento potrebbe essere il tasso di inflazione previsto oppure quello coerente con gli obiettivi della BCE²⁴.

Il tasso di crescita consentito della spesa netta dipende quindi sia dal grado di aggiustamento richiesto dalla regola sul debito sia dai parametri scelti per la crescita nominale del PIL di riferimento. Per quanto riguarda questi ultimi, è importante notare che vi è un *trade-off* tra osservabilità dei parametri, quindi tra la comprensibilità della regola, e le proprietà anticicliche della regola stessa. Infatti, utilizzare come *benchmark* la previsione della crescita del PIL reale effettivo migliorerebbe la comprensibilità della regola ma ne aumenterebbe la pro-ciclicità rispetto all'utilizzo della crescita del PIL potenziale o di *trend*. Per quanto riguarda il tasso di inflazione, nell'ipotesi che (almeno in tempi normali) esso sia prevalentemente determinato da pressioni di domanda, fissarlo all'obiettivo della BCE aumenterebbe le proprietà anticicliche della regola in quanto, per esempio, consentirebbe una crescita nominale della spesa relativamente più elevata in periodi in cui il tasso di inflazione si colloca al di sotto dell'obiettivo della BCE.

Occorre, infine, sottolineare che gli obiettivi di crescita della spesa netta proposti forniscono in realtà indicazioni sui saldi in quanto il loro rispetto non impedirebbe, per

²³ Come proposto in European Fiscal Board (2021), "Annual Report 2021", Brussels; Francová O., Hitaj E., Goossen J., Kraemer R., Lenarčič A., e Palaiodimos G. (2021), "EU fiscal rules: reform considerations" (No. 17), European Stability Mechanism; Martin P., Pisani-Ferry J., e Ragot X. (2021), "Reforming the European fiscal framework", Les notes du conseil d'analyse économique, 63; Darvas Z. e Anderson J. (2020), "New life for an old framework: redesigning the European Union's expenditure and golden fiscal rules", Bruegel; Giavazzi F., Guerrieri V., Lorenzoni G., e Weymuller C. (2021), "Revising the European Fiscal Framework"; Bordignon M. e Pisauo G. (2021), "On Reforming the EU Fiscal Framework".

²⁴ Come proposto in Darvas Z. e Anderson J. (2020), "New life for an old framework: redesigning the European Union's expenditure and golden fiscal rules", Bruegel; Bordignon M. e Pisauo G. (2021), "On Reforming the EU Fiscal Framework".

esempio, aumenti di spesa sopra la crescita del PIL se questo eccesso venisse finanziato da nuove entrate. Anche per questo motivo, oltre che per i problemi di misurabilità ricordati nel paragrafo 2, l'enfasi sulla loro maggiore comprensibilità da parte del pubblico o degli organi decisionali è forse eccessiva. Infatti, potrebbe non esservi un rapporto diretto tra la crescita della spesa complessiva dei conti pubblici (direttamente osservabile e facilmente comprensibile) con quella della spesa netta proposta nei vari contributi. Inoltre, le stime delle entrate da misure discrezionali si basano su ipotesi e metodi anch'essi discrezionali, quindi occorrerà che gli Stati membri e la Commissione europea si dotino di adeguate risorse per la loro valutazione.

4. Considerazioni conclusive

In un'unione economica e monetaria come l'area dell'euro, dove le politiche di bilancio rimangono competenza dei governi nazionali, il ritorno delle regole di bilancio è importante in quanto può servire come uno degli strumenti per coordinare le politiche economiche tra gli Stati membri in un contesto economico profondamente segnato dalla crisi pandemica, dalla guerra in Ucraina e dalle sfide della transizione ecologica.

Tuttavia, il ritorno delle regole del Patto di stabilità e crescita dovrebbe essere l'occasione di una loro profonda riforma per eliminarne o almeno ridurre gli aspetti più problematici.

Le nuove regole dovrebbero contribuire a contemperare l'esigenza di sostenibilità del debito con quella di stabilizzare le fluttuazioni economiche e promuovere la crescita; ciò comporta la richiesta di aggiustamenti di bilancio modulati sulla base della situazione macroeconomica, finanziaria e di finanza pubblica di ciascun paese e della UE nel suo complesso.

L'enfasi di molte proposte sulla necessità di regole che preservino o rafforzino le spese produttive e gli investimenti pubblici è condivisibile sia per il loro più elevato moltiplicatore, sia per il contributo che possono dare alla crescita di medio periodo. È inoltre importante che le regole siano coerenti con il fabbisogno di investimenti necessario per accompagnare la transizione energetica, ambientale e digitale.

D'altra parte, la tutela degli investimenti richiede di perseguire l'aggiustamento di bilancio nel corso dei prossimi anni attraverso riduzioni della spesa corrente o innalzando la pressione fiscale; si renderà necessario uno sforzo significativo per individuare le priorità di spesa e aumentarne l'efficacia e per allargare le basi imponibili attraverso il rafforzamento della lotta all'evasione e la razionalizzazione del sistema tributario.

Particolare attenzione dovrà essere dedicata alle modalità di riduzione del debito in rapporto al PIL.

Da un lato, il valore di riferimento e la velocità di avvicinamento previsti dalle regole attuali appaiono irrealistici alla luce degli incrementi di debito registrati nell'area dell'euro a seguito dell'emergenza pandemica. Tra le proposte di modifica di tali parametri appaiono maggiormente convincenti quelle che indicano obiettivi e percorsi di aggiustamento differenziati sulla base delle condizioni specifiche di ogni singolo paese.

Dall'altro lato, è più complessa la valutazione delle proposte che suggeriscono una semplificazione delle regole indicando nel rapporto tra il debito pubblico e il PIL l'unico riferimento (ancora) di medio periodo e nella crescita della spesa netta il solo indicatore per il monitoraggio annuale.

Un quadro di regole semplificato, basato su indicatori preferibilmente osservabili e più decentralizzato potrebbe migliorare la comprensione del processo di sorveglianza della UE da parte delle autorità nazionali e del pubblico in generale. Questo potrebbe facilitare il rispetto delle stesse regole da parte degli Stati membri. Sostituire l'attuale ancora dell'OMT con quella del debito pubblico migliorerebbe la comprensibilità delle regole considerato che il debito, a differenza del saldo strutturale, rappresenta un aggregato osservabile. Tuttavia, gli esercizi presentati hanno illustrato che un obiettivo eccessivamente ambizioso potrebbe richiedere politiche pro-cicliche o addirittura controproducenti.

Occorrerà quindi che l'obiettivo di debito di medio periodo sia credibile, coerente con un sentiero di crescita sostenuta e sostenibile e possa essere rivisto in caso di condizioni macroeconomiche e finanziarie mutate (in senso favorevole o sfavorevole) rispetto alle ipotesi iniziali. Da questo punto di vista, un piano di aggiustamento proposto dalle autorità nazionali e concordato a livello UE, sulla base dell'esperienza dei PNRR, potrebbe rappresentare una procedura che minimizza il rischio di dettare politiche eccessivamente pro-cicliche o dannose per la crescita.

Per quanto riguarda il monitoraggio annuale, l'utilizzo dell'indicatore basato sulla spesa netta riduce i problemi di misurabilità e comprensibilità rispetto al saldo strutturale ma non li elimina. In alcuni casi, la complessità potrebbe addirittura aumentare, come ad esempio nella stima dell'impatto delle misure discrezionali sulle entrate.

Il monitoraggio basato sulla spesa netta avrebbe tuttavia il vantaggio di concentrare l'attenzione sull'impatto delle misure discrezionali sul sentiero di aggiustamento concordato, consentendo una migliore e più stabile programmazione di medio periodo. Questa potrebbe contribuire a generare fiducia nel piano di aggiustamento e dare maggiore certezza ai mercati finanziari.

Negli anni pre-pandemici, la complessità delle regole ha richiesto un significativo grado di interpretazione. In molti casi, le decisioni che hanno portato a una più chiara interpretazione delle regole sono state rese note solo in autunno. Ciò ha contribuito a

ridurre l'importanza dei Programmi di stabilità e in generale della programmazione a medio termine. Nel caso dell'Italia, gli obiettivi programmatici del DEF sono stati spesso modificati in autunno anche in conseguenza dell'esito delle discussioni in ambito UE sull'interpretazione delle regole.

È auspicabile che con la riforma del quadro di sorveglianza, a differenza degli anni passati, eventuali nuovi elementi per l'interpretazione delle regole vengano forniti a livello della UE prima della predisposizione dei Programmi di stabilità da parte degli Stati membri, che le strategie di medio termine contenute in questi documenti riacquistino la loro centralità e che le ragioni per eventuali modifiche siano adeguatamente motivate. Inoltre, è necessario assicurare la coerenza dei Documenti programmatici di bilancio annuali approvati in autunno con le strategie pluriennali stabilite in primavera. In tale ottica, è importante garantire un flusso tempestivo di informazione e l'indicazione di chiare linee guida per la predisposizione e il monitoraggio dei piani di aggiustamento e dei documenti di finanza pubblica.

Infine, occorre ricordare che ristabilire regole efficaci è solo uno degli strumenti per potenziare la *governance* economica della UE.

Ve ne sono altri, più fondamentali delle regole stesse, che dovrebbero essere considerati nel contesto di riforma: primo fra tutti un rafforzamento del coordinamento tra politica di bilancio e politica monetaria, il cosiddetto *policy mix*.

Durante la crisi pandemica il *policy mix* è stato efficace. Esso ha affiancato l'impulso fortemente espansivo della politica di bilancio sia a livello nazionale sia a livello della UE con un orientamento anch'esso espansivo della politica monetaria, caratterizzata da tassi di interesse reali particolarmente bassi ("al limite inferiore") e da massicci programmi di acquisto titoli. Infatti, secondo la Commissione europea, questa azione congiunta ha fatto sì che l'impatto della crisi pandemica sull'economia si sia rivelato molto meno dirompente di quanto inizialmente previsto.

In effetti, la profonda crisi economica conseguente alla pandemia ha evidenziato ancora più chiaramente la necessità e i vantaggi di un più forte coordinamento tra politica monetaria e politica di bilancio. Coordinamento non significa ridurre l'indipendenza delle due autorità di politica economica, l'indipendenza semmai deve essere rafforzata con appropriate riforme del quadro istituzionale. Coordinamento significa che ciascuna autorità internalizza gli effetti delle proprie decisioni sullo spazio di manovra dell'altra in modo da determinare il più efficace *policy mix*. Per esempio, in periodi di rallentamento dell'economia e bassa inflazione, un più forte coordinamento dovrebbe portare la politica monetaria a creare spazi di bilancio per interventi fiscali da parte dei governi attraverso una riduzione dei tassi di finanziamento del debito pubblico. Nel contesto attuale caratterizzato da rischi di rallentamento ciclico e rialzo dell'inflazione, il *timing* dei processi di normalizzazione della politica monetaria da un lato e dei piani di consolidamento fiscale dall'altro dovrebbe essere coordinato in modo da consentire

condizioni di rientro favorevoli e mantenere uno spazio di manovra fiscale nell'area comune.

L'architettura istituzionale della UE già prevede importanti momenti di coordinamento delle politiche economiche, attraverso il Semestre europeo per quanto riguarda la coerenza del *framework* macroeconomico complessivo della UE e lo *European Fiscal Board* per la coerenza dell'orientamento fiscale comune dell'area dell'euro. È auspicabile che tali strumenti siano rafforzati.

Il coordinamento sarebbe ancora più efficace in presenza di un maggiore spazio fiscale comune sia per fini di stabilizzazione macroeconomica nell'area dell'euro sia per finanziare i beni pubblici europei. Sarebbe quindi auspicabile la creazione di un fondo comune (capacità di bilancio) che, affiancato alle politiche nazionali, agevolasse la determinazione di un orientamento fiscale coerente nell'area dell'euro in grado di rispondere sia a *shock* comuni a tutta l'area sia a *shock* asimmetrici che colpiscono i diversi paesi in modo differenziato. Per quanto riguarda i beni pubblici europei, l'esperienza del programma *Next Generation EU* può rappresentare un valido modello di riferimento. In tale ottica, è necessario che il programma raggiunga pienamente gli obiettivi che si è preposto in modo che possa essere considerato un suo rinnovo o rafforzamento dopo il 2026. Un più ampio spazio fiscale comune avrebbe ripercussioni favorevoli anche sul funzionamento della politica monetaria la quale non sarebbe più isolata nel compito di stabilizzazione macroeconomica e acquisirebbe maggiore spazio di manovra sui tassi di interesse.

La revisione della *governance* economica della UE rappresenta un'occasione unica per approfondire questi temi fondamentali.