



Nota breve

XVIII legislatura

Nota breve n. 30

Agosto 2022

La riforma delle regole fiscali europee: lo stato dell'arte

Premessa

Il 19 ottobre 2021 la Commissione europea ha pubblicato una Comunicazione che rilancia la consultazione pubblica sul quadro della *governance* economica dell'UE, in particolare le regole di bilancio che i Paesi membri dovrebbero mettere in atto per rallentare il repentino aumento dei debiti pubblici, per correggere l'orientamento pro-ciclico delle attuali regole fiscali e rendere tali regole coerenti con la transizione verde e con quella digitale¹. Tale consultazione era stata sospesa nel marzo 2020 per dare spazio agli interventi atti a contrastare la pandemia da Covid-19. La Comunicazione² della Commissione incoraggia, tra gli Stati membri, la creazione di un dibattito pubblico quanto più ampio ed inclusivo al fine di attenuare la crisi delle finanze pubbliche e l'aumento delle divergenze fiscali tra i Paesi membri.

La crisi pandemica ha colpito duramente le economie dell'area euro, espandendo il debito pubblico a livelli record. Gli interventi dei governi nazionali hanno attutito la recessione e attenuato le difficoltà sociali, mentre il sostegno istituzionale dell'UE ha contribuito a mantenere bassi i costi di finanziamento del debito stesso. La clausola di salvaguardia generale per la sospensione del Patto di Stabilità e Crescita (PSC) è stata attivata a marzo 2020 per aiutare gli Stati membri dell'UE a rispondere adeguatamente alla crisi e stabilizzare le loro economie. Ora, la nuova realtà economica richiede un nuovo approccio alle regole fiscali europee.

Il quadro di bilancio dell'UE ha contribuito a migliorare la definizione e il coordinamento delle politiche fiscali perché la posizione di bilancio aggregata pre-pandemia dell'area dell'euro era più forte sebbene, durante i periodi favorevoli, abbia registrato scarsi progressi in termini di riserve di bilancio.

n.b.

¹ Buti M. e Messori. M. (2021). Il “policy mix” nell'area dell'euro: dal coordinamento orizzontale al coordinamento verticale

² Commissione delle Comunità Europee (2021). Comunicazione della Commissione del 19 ottobre 2021 relativa al riesame della *governance* economica dell'UE.

Lo sforzo compiuto da importanti economisti e dalle istituzioni è stato quello di individuare modalità atte a semplificare le regole al fine di individuare una nuova realtà economica e una maggiore capacità di indebitamento, possibilmente senza la necessità di alcuna modifica del trattato o ratifiche da parte dei parlamenti nazionali. Il sostegno politico potrebbe aiutare a risolvere altri vincoli legali e sostenere il passaggio ad un nuovo valore di riferimento del debito pubblico.

Alla luce delle proposte esistenti, viene prospettato un approccio a due pilastri che utilizza un massimale del disavanzo di bilancio del 3% e un valore di riferimento del debito pubblico del 100% che incorpora una regola di spesa³. I massimali di spesa che seguono la crescita tendenziale sostituirebbero gli obiettivi di medio termine esistenti espressi in termini di saldo strutturale. Una combinazione di un saldo primario e di una regola di spesa aiuterebbe ad ancorare il ritmo di riduzione del debito per i Paesi con un debito pubblico superiore al 100% del (PIL). In questa maniera la riduzione del rapporto debito/PIL del 100%, convergerebbe a un ritmo di un ventesimo all'anno - a meno che gravi circostanze economiche o una crisi degli investimenti non giustificassero deviazioni. Il superamento del limite di disavanzo del 3% o dell'obiettivo di saldo primario innescerebbe una procedura per i disavanzi eccessivi e, in circostanze eccezionali, consentirebbe il ricorso a un eventuale strumento di stabilizzazione fiscale che offrirebbe ulteriore respiro. Gli esborsi di fondi dell'UE, a condizioni specifiche, potrebbero incentivare ulteriormente la disciplina di bilancio. Una soluzione alternativa che abbracci l'attuale valore di riferimento del debito è possibile, ma presenta diversi inconvenienti.

Le regole di bilancio incoraggiano la disciplina favorevole alla crescita economica e alla stabilità macroeconomica, ma non esistono regole di bilancio universalmente applicabili. Non esiste una soluzione unica che riesca a trovare il giusto equilibrio tra la necessità di sostenibilità del debito e la stabilizzazione fiscale. Il mutevole ambiente economico e le sfide politiche ostacolano la progettazione di regole che siano allo stesso tempo semplici, flessibili e applicabili.

Il PSC è rimasto un buon compromesso politico per i Paesi dell'UE. Le regole di bilancio adottate negli anni '90 miravano a limitare la discrezionalità dei decisori politici e incoraggiare politiche responsabili nelle diverse economie. Le riforme successive hanno introdotto nuovi elementi per affrontare

i cambiamenti nelle preferenze degli Stati membri e nelle diverse realtà economiche.

La crisi pandemica ha cambiato radicalmente il panorama economico, innescando la sospensione temporanea delle regole di bilancio. La crisi ha portato una maggiore spesa finanziata attraverso il debito, con conseguenze inevitabili sui bilanci pubblici. La risposta della politica monetaria alla crisi è stata sia di mantenere bassi i tassi di interesse che di mantenere gli oneri del servizio del debito gestibili, rendendo tollerabili per i mercati livelli di disavanzo e debito più elevati.

Le regole di bilancio post-pandemia, che potrebbero prevedere dei nuovi livelli di riferimento per il debito ed il disavanzo, dovrebbero fornire orientamenti politici credibili. Regole ben concepite e trasparenti possono migliorare le prestazioni di bilancio e prevenire passi falsi della politica. Nel medio termine, le regole riviste possono aiutare a eliminare gradualmente le misure fiscali discrezionali legate alla pandemia. Nel lungo termine, possono rafforzare l'impegno verso posizioni di bilancio stabilizzando i livelli del debito pubblico.

Le soluzioni proposte dalla Commissione europea

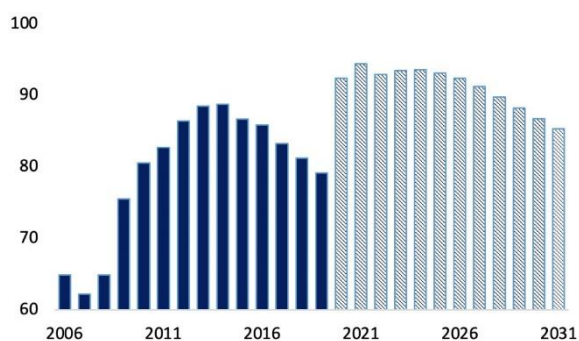
Il 19 dicembre 1991 il Consiglio europeo di Maastricht ha approvato il progetto di Trattato sull'Unione europea. L'architettura fiscale di Maastricht si basa su limiti al debito e al disavanzo pubblico. I valori di riferimento utilizzati sono il 3% per il deficit e il 60% per il debito, entrambi in termini di PIL⁴.

Ad oggi, la Commissione ha previsto che nel prossimo decennio, causa il repentino aumento del rapporto tra disavanzo e debito, tale rapporto di indebitamento permarrà al di sopra dei livelli pre-pandemia. In particolare, il disavanzo nominale dell'UE è aumentato di circa il 7% del PIL nel 2020, (nel 2019 l'aumento registrato è stato dello 0,5% del PIL) e debito pubblico dell'UE è aumentato di 13 punti percentuali così da registrare alla fine del 2020 un rapporto debito/PIL pari al 92%.

³ Francovà et al., EU fiscal rules: reform considerations, Discussion Paper series/17, ottobre 2021.

⁴ Buti M. e Gaspar V. (2021). I valori di Maastricht. Fonte: <https://voxeu.org/article/maastricht-values>.

Figura 1 - Debito pubblico nell'UE, 2006-2031 (% del PIL)



Fonte: Previsioni di primavera 2021 della Commissione europea.

Per contrastare la grave crisi sanitaria ed economica, gli Stati membri hanno adottato con rapidità ampie misure di sostegno fiscale e congiuntamente misure di politica monetaria per integrare tali sforzi. L'utilizzo della flessibilità prevista dalle regole UE ha permesso una tempestiva risposta della politica nazionale. In particolare, la risposta fiscale degli Stati membri, resa possibile anche grazie all'attivazione degli ammortizzatori sociali, è stimata a quasi il 19% del PIL nel triennio 2020-2022. Inoltre, gli Stati membri dell'UE hanno fornito sostanziali sostegni di liquidità alle imprese, sotto forma di garanzie statali e fiscali.

Tuttavia, come suggerisce la Commissione, l'aggiustamento fiscale post-pandemia dovrebbe andare di pari passo con il miglioramento della qualità delle finanze pubbliche. Il supporto del Recovery and Resilience Facility (RRF) - che consta di 723,8 miliardi suddivisi in 338 miliardi di erogazioni a fondo perduto e 385,8 miliardi di prestiti - contribuirà alla ripresa e solleverà la crescita potenziale solo se sarà in grado di finanziare ulteriori investimenti produttivi e di alta qualità. Pertanto, sarà necessario promuovere investimenti finanziati a livello nazionale per poter rafforzare la resilienza economica e sociale. Se il supporto del RRF non si tradurrà in ulteriori investimenti, ridurrà solo temporaneamente il disavanzo e il rapporto debito/PIL non avrà un effetto positivo sul potenziale di crescita nel medio-lungo termine, determinando così

un peggioramento della composizione della spesa pubblica.

Un'ulteriore sfida che gli Stati membri devono affrontare dopo la crisi è la riduzione dell'elevato rapporto esistente tra debito pubblico e PIL evitando persistenti divergenze di bilancio tra gli Stati, utilizzando politiche sostenibili e che possano favorire la crescita. È quindi importante che sia attuato un approccio realistico e graduale che permetta agli Stati di ricostruire delle riserve prima della prossima recessione, poiché una riduzione iniziale troppo marcata del rapporto debito/PIL potrebbe comportare un costo economico e sociale elevato e sarebbe quindi controproducente, in particolare in un contesto caratterizzato da una politica monetaria condizionata dai limiti e dal rischio di ripercussioni a lungo termine sull'economia.

Inoltre, è importante ricordare che il quadro di riferimento della politica economica dell'area euro è stato stabilito agli inizi degli anni '90, quando si registravano tassi di interesse positivi e il rischio principale era collegato a livelli di inflazione eccessivi. Si dava quindi poco credito all'efficacia della politica fiscale, dell'attività economica e dei livelli di occupazione, in favore della politica monetaria. La decisione di dividere le funzioni della politica monetaria⁵ e fiscale, rispettivamente per stabilizzare l'inflazione e per ridurre il debito e il disavanzo, ha aiutato ad evitare errori politici degli Stati membri. Tuttavia, il mondo di oggi richiede un quadro di politica economica in cui la politica monetaria e fiscale possano lavorare insieme efficacemente per sostenere l'inflazione e la crescita. Risulta difficile immaginare un sistema comunitario in cui la politica fiscale sia delegata unicamente ai singoli stati membri vincolati da un insieme di regole che ignorano le esternalità macroeconomiche. Infatti, soprattutto in scenari in cui i tassi di interesse sono prossimi allo zero⁶ e l'economia è depressa, lo strumento di politica fiscale diviene mezzo necessario e determinante per innescare la ripresa e renderla stabile e sostenibile nel tempo⁷. Inoltre, bisogna considerare che una "sana politica fiscale"⁸ non è sempre equivalente alla riduzione del debito e del disavanzo: i disavanzi e il rapporto debito/PIL devono essere strumenti, non obiettivi,

⁵ Si decise di dividere le due leve macroeconomiche, la politica fiscale e quella monetaria, prima entrambe appartenenti in gran parte agli Stati membri dell'Unione Europea. La politica monetaria si è spostata a Francoforte, centralizzata nella nuova sede della BCE. La politica fiscale, è gestita dagli Stati membri, ma sotto le regole del trattato di Maastricht, patto supervisionato dalla Commissione Europea. Fonte: B. Begley (2021). *The power of the European Central Bank*.

⁶ Il fatto che i tassi di interesse sono da tempo vicini a zero significa che l'efficacia della politica monetaria convenzionale si è ridotta in tutto il mondo e che, perciò, non è in grado, da sola, di far fronte ad ampi shock negativi, anche di natura simmetrica.

⁷ Boitani A. e Tamborini R. (2022). Come riformare le regole europee. Menabò di Etica ed Economia.

⁸ <https://voxeu.org/article/all-weather-economic-policy-framework-euro-area>

della politica. Il perpetuarsi dell'attuale quadro di politica fiscale incentrato esclusivamente sulla riduzione del debito potrebbe generare un circolo vizioso di crescita debole, tassi di interesse costantemente bassi e debito e deficit più elevati.

Bisognerebbe convergere verso una politica fiscale centralizzata che porterebbe sia effetti redistributivi fra Stati membri sia spazi di coordinamento rispetto alle politiche fiscali nazionali. Tale capacità fiscale accentrata incentiverebbe la produzione di beni pubblici europei e faciliterebbe accordi e programmi fiscali tra Stati membri. Tale processo non solo inciderebbe positivamente sulle discussioni relative alla governance fiscale dell'Ue ma soprattutto aprirebbe prospettive inattese per la posizione della stessa Ue nelle relazioni economiche internazionali; come, ad esempio, con Paesi quali gli Stati Uniti e la Cina, con i quali l'Europa potrebbe consolidare la propria supremazia internazionale in termini di basso impatto ambientale e di inclusione sociale⁹.

È opportuno prevedere che il confronto tra gli Stati che sta avendo luogo in questi mesi, considererà un superamento del Patto di Stabilità e Crescita, che per oggi è sospeso ma sarà reintrodotta nel 2023. L'unicità della moneta nell'area euro e al

contempo l'eterogeneità delle politiche fiscali presenti in UE impongono la presenza di regole, quindi, l'obiettivo è sicuramente quello di modificare il PSC, non certo di eliminarlo¹⁰.

Per poter superare l'attuale rigidità delle regole imposte dal PSC potrebbero essere messe in atto diverse azioni, tra cui l'eliminazione dell'obiettivo del 60% debito/PIL, che è arbitrario e introduce un indesiderabile inasprimento della politica fiscale. Come mostra la tabella sottostante, dall'attuale punto di partenza, e considerando percorsi favorevoli ma plausibili e socialmente sostenibili per tassi di interesse, crescita e saldi primari, è quasi impossibile ridurre il debito al 60% del PIL nei prossimi decenni per l'euro zona e per molti dei suoi Stati membri.

L'obiettivo del 60% dovrebbe essere sostituito con raccomandazioni specifiche per paese basate sulla posizione ciclica dell'economia e focalizzate sull'innalzamento della qualità delle politiche fiscali e sul miglioramento della sostenibilità a lungo termine delle relative finanze pubbliche. Inoltre, bisognerebbe incoraggiare scadenze più lunghe del debito e fonti di finanziamento relativamente stabili coinvolgendo una base di investitori quanto più diversificata e ampia.

Figura 2. Proiezioni debito/PIL sotto diverse ipotesi di tassi di interesse (r), tassi di crescita (g) e disavanzo primario

r-g	Primary Balance	Eurozone			France			Italy		
		2021	2030	2040	2021	2030	2040	2021	2030	2040
-1	-2	102	111	120	117	125	132	160	164	167
-1	-1	102	102	102	117	116	115	160	155	150
-1	0	102	94	85	117	107	97	160	146	133
-1	1	102	85	68	117	99	80	160	138	115
-1	2	102	76	50	117	90	63	160	129	98
-2	-2	102	102	103	117	115	113	160	151	142
-2	-1	102	94	87	117	107	97	160	142	126
-2	0	102	86	71	117	98	81	160	134	110
-2	1	102	78	55	117	90	65	160	126	94
-2	2	102	69	39	117	82	49	160	117	78

Fonte: <https://voxeu.org/article/all-weather-economic-policy-framework-euro-area>.

Inoltre, ulteriore iniziativa volta al miglioramento del quadro europeo potrebbe essere quella di rendere permanenti il fondo Next Generation e gli Eurobond che lo finanziano, compresa la creazione di nuove risorse proprie dell'UE a servizio del debito¹¹. La partecipazione a questo fondo preserverebbe gli investimenti pubblici e rafforzerebbe la disciplina del nuovo quadro fiscale. La revisione annuale e la titolarità nazionale dei piani di ripresa e

resilienza creerebbero una condizionalità positiva, poiché i paesi che non rispettano i propri impegni non riceverebbero esborsi dal fondo Next Generation. Inoltre, il rispetto dei propri impegni garantirebbe che i paesi non perdano l'accesso al mercato in uno scenario negativo. Ciò permetterebbe di aumentare lo spazio fiscale, consentendo la stabilizzazione ciclica con i bilanci nazionali e migliorando la stabilità dell'area euro, come è emerso durante la

⁹ Buti M. e Messori M. (2021). Un nuovo patto di stabilità per finanziare la transizione e ridurre gradualmente i debiti. Il Sole 24 Ore.

¹⁰ De Romanis V. (2021). Il patto di stabilità non serva ai sussidi.

¹¹ Ubide A. (2021). An all-weather economic policy framework for the euro area. Fonte: <https://voxeu.org/article/all-weather-economic-policy-framework-euro-area>

pandemia. Questo pacchetto di riforme creerebbe un quadro di politica economica, coerente con l'eterogeneità dei Paesi dell'area euro che eviterebbe di ampliare le divergenze economiche tra gli Stati membri.

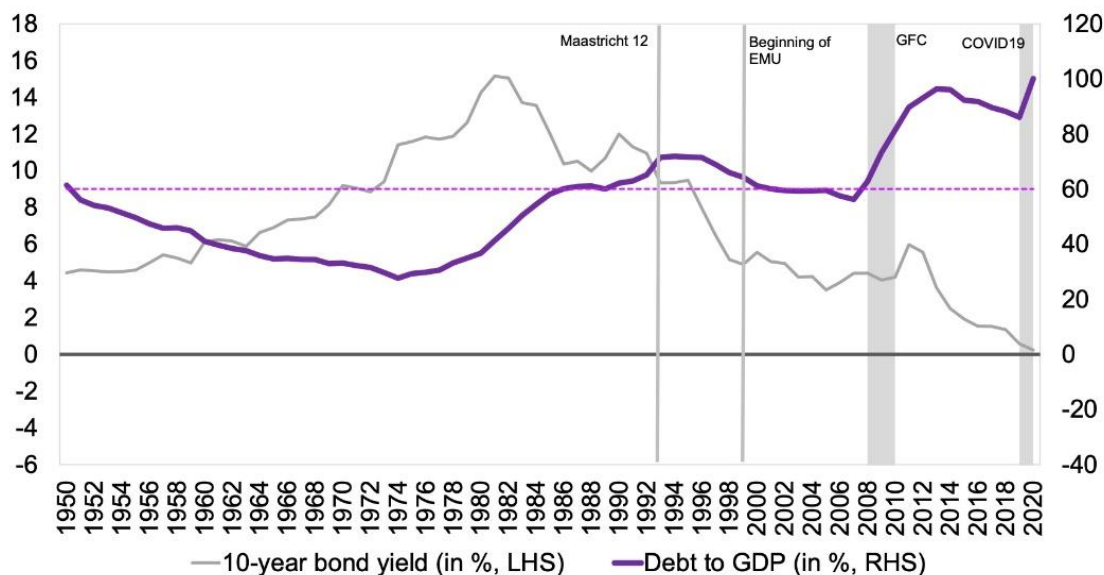
D'altra parte, in uno studio di Miguel Poiasser Maduro (2021), l'autore suggerisce di basarsi sull'esperienza di NGEU per sviluppare un nuovo coordinamento verticale tra l'Unione e gli Stati membri attraverso meccanismi permanenti che controllino i livelli di bilancio dell'UE. Questa struttura potrebbe essere attivata solo in circostanze predeterminate e attraverso procedure concordate. L'idea si basa sulla creazione di un fondo la cui attivazione consisterebbe nel rilascio di risorse accumulate nello stesso e nell'impegno di nuove risorse per reintegrarlo. Meccanismi di attivazione, sia sostanziali (la definizione delle circostanze che lo richiederebbero) che procedurali, dovrebbero fissare un livello sufficientemente alto di risorse da garantire che la struttura non fungerebbe da mero strumento per ricalibrare bilanci fuori budget, ma avrebbe piuttosto il carattere di un meccanismo di assicurazione¹².

Il quadro fiscale italiano ed europeo

La relazione tra le principali variabili macroeconomiche è oggi molto diversa nell'area euro. Ad esempio, per l'Italia nel 1980, il debito pubblico era al 56% del PIL; gli interessi sul bilancio ammontavano al 4,4% del PIL. Durante gli anni '80, il pagamento degli interessi è più che raddoppiato in percentuale del PIL. Nella prima metà degli anni '90 hanno raggiunto la doppia cifra con un picco del 12,3% del PIL nel 1993. Anche i rapporti di indebitamento sono più che raddoppiati in questo periodo; il picco è stato nel 1994 con il 130,3% del PIL. Nel 2020, 40 anni dopo, il rapporto debito/PIL era di circa il 155% del PIL. Ma si prevede che il pagamento degli interessi sul budget sarà sostanzialmente inferiore al 3,5% del PIL. Il cambiamento principale è stata la deflazione. L'inflazione in Italia era superiore al 20% nel 1980. Nel 2019, l'anno prima della crisi pandemica l'inflazione era appena positiva (0,6%)¹³.

Le caratteristiche principali dei dati italiani appena descritti possono essere riscontrate, qualitativamente, anche nell'insieme dei 12 Paesi¹⁴ che originariamente negoziavano a Maastricht – vale a dire, sostanziali aumenti del debito durante gli anni '80 e all'inizio degli anni '90, seguiti da diminuzioni dei pagamenti di interessi, dell'inflazione, e della crescita del PIL, come è possibile riscontrare nella figura di seguito.

Figura 3 - Debito pubblico e tassi di interesse



Fonte: <https://voxeu.org/article/maastricht-values>

¹² Maduro M. P. et Al. (2022). Reforming the EU macroeconomic policy system: Economic requirements and legal conditions.

¹³ Buti M. e Gaspar V. (2021). I valori di Maastricht. Fonte: <https://voxeu.org/article/maastricht-values>

¹⁴ I 12 Paesi negoziatori di Maastricht erano Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna e Regno Unito.

Oggi il rapporto debito/PIL nello stesso gruppo di 12 Paesi è di circa il 100%. Anche la crescita nominale negli ultimi tempi è stata sostanzialmente inferiore al 5% in media, oscillando intorno al 3% per questo gruppo. Aritmeticamente, con questi valori un deficit del 3% stabilizzerebbe il debito intorno agli attuali livelli del 100% e il gap relativo a quel livello si colmerebbe del 3% annuo.

Il Trattato di Maastricht ha fissato il 3% come valore di riferimento. Il Patto di Stabilità e Crescita ha inasprito il requisito fissando il 3% come tetto rigido, il cui rispetto richiederebbe un bilancio sostanzialmente in pareggio in tempi normali per consentire il libero gioco degli stabilizzatori automatici in tempi difficili. Alla fine, le analisi empiriche del Fondo Monetario Internazionale (FMI) confermano che il 3% è stato un punto focale saliente per la politica fiscale, agendo come una 'calamita' e quindi riducendo il verificarsi sia di ampi disavanzi che avanzi di governo. In quanto tale, ha avuto un effetto disciplinante sul comportamento di bilancio, ma non ha portato alla creazione di un sufficiente margine di manovra nei periodi favorevoli, contribuendo così solo in parte a correggere l'orientamento pro-ciclico intrinseco nel comportamento di bilancio.

Ora, mentre gli europei sperano in un ritorno alla "normalità" entro la fine del 2021, la domanda è se i principi che regolano la spesa e l'indebitamento dovrebbero tornare alle norme pre-pandemia. Negli ultimi anni, c'è stato un crescente consenso sul fatto che le attuali regole sono obsolete, troppo complesse e non abbastanza anticicliche. Al tempo stesso, ci sono stati sviluppi positivi nella capacità dell'Europa di perseguire investimenti per affrontare sfide a lungo termine come la transizione verde e il processo di digitalizzazione.

Con il programma di ripresa Next Generation EU, infatti, l'Europa ha già segnalato la sua volontà di andare ben oltre le regole. Il NGEU ha rappresentato una risposta concreta alla grave emergenza economica e sociale, in quanto in un contesto dominato dall'incertezza è stato necessario disegnare un'architettura istituzionale nazionale e comunitaria ispirata alla massima flessibilità al fine di operare scelte puntuali in tema di politiche di bilancio ed economiche per fronteggiare un panorama fortemente asimmetrico e differenziato¹⁵.

L'Italia, la cui economia è stata gravemente danneggiata dalla pandemia, cercherà di investire 235 miliardi di euro nei prossimi anni come parte del suo

piano nazionale di rilancio. Dopo due decenni in cui l'economia italiana si è lentamente contratta in seguito all'adozione dell'euro, questo rappresenta per il nostro paese una grande opportunità di espansione. Tutti i Paesi dell'UE beneficeranno di sovvenzioni e prestiti dal programma Next Generation. Naturalmente, con l'enorme aumento del rapporto debito/PIL, molti Paesi si preoccupano se un'economia basata sulla rottura delle vecchie regole è sostenibile. La risposta in breve è inequivocabilmente affermativa. Esistono due modi per riportare il rapporto debito/PIL ad un livello più ragionevole: ridurre il numeratore attraverso l'austerità o aumentare il denominatore attraverso gli investimenti. Una decade fa, l'UE ha seguito la prima strada durante la crisi della zona euro e si è rivelata un enorme fallimento. Gli Stati Uniti hanno preso quest'ultima strada dopo la Seconda Guerra Mondiale e si è rivelata un grande successo¹⁶.

La pandemia ha dimostrato che invece di preoccuparsi di rapporti arbitrari, sarebbe più saggio da parte dei Paesi investire maggiormente nella salute e rafforzare le catene di approvvigionamento per rendere l'economia più resiliente. L'UE correrebbe un rischio enorme se tornasse alle vecchie regole. Lo stesso Bruno Le Maire, Ministro dell'economia e delle finanze francese, ha affermato che sebbene il Patto di Stabilità non sia da considerarsi obsoleto bisognerebbe rivedere la regola del debito pubblico, in quanto oggi alcuni Stati Membri hanno raggiunto un livello di debito pubblico del 168%, mentre altri sono rimasti intorno al 60-65%. Ciò significa che c'è un divario del 100%¹⁷. Anche l'attuale Ministro per la pubblica amministrazione, Renato Brunetta, ha affermato che il vecchio mondo legato ai parametri rigidi ed a meccaniche regole dovrebbe essere guidato dai capi di Stato e di governo in una transazione verso nuovi criteri interpretativi alle regole esistenti, flessibili ma prudenti nel tutelare la sostenibilità delle finanze pubbliche dei 27 membri dell'Unione. Quest'ultimo schema potrebbe, altresì, spingersi fino all'impegno vincolante di riscrivere i Trattati e, quindi, le regole di politica economica¹⁸.

Quindi, l'attuale discussione tra le istituzioni e gli accademici è stabilire un valore di riferimento del debito. Alcuni Paesi membri tra cui l'Olanda e la Germania vorrebbero lasciare il valore invariato (il 60% del Pil), altri invece credono che tale obiettivo

¹⁵ Silvestrini S. (2022). Ngeu permanente e nuovo Patto di stabilità per rilanciare l'Ue. Il Foglio.

¹⁶ Stiglitz J. (2021). Gap on the right gives Johnson room on the left. Financial Times.

¹⁷ Ginori A. (2022). Sul debito regole meno rigide per sostenere la crescita. La Repubblica.

¹⁸ Brunetta R. (2022). Patto di stabilità, servono nuove regole orientate alla crescita. Corriere della Sera.

sia insostenibile, tenendo conto che ad oggi il rapporto medio debito/Pil si aggira intorno al 100%¹⁹. Lo European Fiscal Board crede che il parametro stabilito in precedenza non debba essere modificato, ma allo stesso tempo, propone agli Stati di poter raggiungere l'obiettivo non più in venti anni ma in un arco temporale più lungo. L'alternativa è quella di modificare il valore di riferimento, portandolo all'80% o addirittura al 100%.

In linea generale quando si discute delle variazioni dei livelli di riferimento per l'indebitamento, è importante tenere presente l'aspetto economico di tale livello di riferimento, ovvero garantire la sostenibilità del debito (o quantomeno abbassare la probabilità di crisi di solvibilità). Quindi, la domanda di fondo è quale livello di debito può essere considerato sostenibile e rimanere tale anche se il contesto macroeconomico cambia. Le analisi sulla sostenibilità del debito sono sempre soggette a incertezza, soprattutto per quanto riguarda i tassi di interesse futuri, le prospettive di crescita e la situazione politica delle economie in questione. La sostenibilità o stabilità del rapporto debito pubblico/PIL è in gran parte determinata dal rapporto tra tassi di interesse reali e crescita del PIL reale e dall'avanzo primario del governo. In quel momento, quando è stato adottato il Trattato di Maastricht, il tasso di interesse reale nell'area euro era superiore al tasso di crescita reale. Per evitare che i rapporti debito pubblico/PIL si moltiplicassero, il Trattato fissava rapporto debito/PIL ammissibile a quello che all'epoca era considerato un livello sostenibile²⁰.

Tuttavia, negli anni intermedi, la differenza tra il tasso di interesse reale e il tasso di crescita reale è in costante calo. In particolare, dal 2014 il tasso di interesse reale nell'area dell'euro è rimasto costantemente al di sotto del tasso di crescita reale. Questo cambiamento nel rapporto tra i due tassi ha importanti implicazioni per le analisi di sostenibilità del debito, poiché significa che un maggiore rapporto debito/PIL è ora sostenibile nel lungo termine, qualunque sia l'avanzo primario specificato o qualunque sia il disavanzo. Si può quindi concludere che il rapporto debito/PIL di Maastricht del 60% – che è ancora più irrealistico alla luce dell'aumento dei livelli di debito in molti Paesi durante la pandemia da Covid-19 – dovrebbe essere adeguato a riflettere i cambiamenti nel contesto macroeconomico che esistono già da diversi anni.

Bisognerebbe, quindi, focalizzare l'attenzione sulla sostenibilità del debito, svincolando l'analisi della sostenibilità dal peso di variabili fisse, attraverso l'eliminazione del riferimento a numeri pre-stabiliti. Per ciascun paese membro potrebbe essere condotta un'analisi periodica al fine di stabilire la probabilità della sostenibilità del debito, con riferimento alle specificità di ciascun paese, tenendo quindi conto della crescita, della dinamica della popolazione e dell'evoluzione dei tassi di interesse. Tale analisi, tutt'altro che semplice, potrebbe tuttavia portare a percorsi pluriennali di riduzione del deficit, nel caso in cui il risultato restituirebbe un'elevata probabilità di insostenibilità del debito. In questi casi la Commissione potrebbe concordare con il singolo paese interessato piani di ristrutturazione per evitare crisi di debito irreversibili²¹.

Adozione della Golden Rule come soluzione all'aumento del debito

Una questione centrale che appare in tutte le proposte di riforma è come incoraggiare gli investimenti pubblici in una revisione strutturale. Un punto di partenza concettuale è il noto principio di finanza pubblica della Golden Rule che consente il finanziamento del debito per gli investimenti in conto capitale, che permettono ad un paese di poter espandere la loro capacità produttiva, ed infine di finanziare le spese correnti con il solo prelievo fiscale. L'idea è che le generazioni future che beneficeranno di un migliore capitale sociale contribuiscano anche al suo finanziamento tramite pagamenti di interessi.

La questione centrale per la giustificazione della salvaguardia degli investimenti pubblici nell'ambito delle regole di bilancio è il miglioramento della produttività e della crescita. In teoria, gli investimenti pubblici dovrebbero svolgere un ruolo essenziale nello sviluppo economico a lungo termine. Ne sono un esempio la modernizzazione dei trasporti e delle infrastrutture, la promozione della digitalizzazione e l'attuazione di misure per combattere il cambiamento climatico, poiché sono fattori importanti per poter competere ed essere attraenti verso gli altri Stati.

Un'espansione degli investimenti pubblici può influenzare la crescita economica da un lato aumentando la domanda aggregata e, dall'altro, aumentando il potenziale produttivo dell'economia in

¹⁹ Micossi S. (2021). Quale riforma per il Patto di stabilità.

²⁰ The European Economic and Social Committee (2021). Between high ambition and pragmatism: Proposals for a reform of fiscal rules without treaty change

²¹ Boitani A. e Tamborini R. (2022). Come riformare le regole europee. Menabò di Etica ed Economia.

quanto lo stock di capitale pubblico cresce più rapidamente. Una crescente letteratura empirica quantifica la domanda nel breve periodo e gli effetti a lungo termine degli investimenti pubblici a favore della produttività. È interessante notare che gli effetti di breve periodo delle modifiche discrezionali agli investimenti pubblici sulla crescita e l'occupazione sono generalmente superiori ad altre categorie di spesa o modifiche fiscali, soprattutto quando l'economia è in recessione.

Nell'attuale contesto di tassi di interesse bassi e notevoli esigenze di investimenti pubblici in tutta Europa, ad esempio, in termini di trasformazione ambientale o digitalizzazione, dovrebbe essere possibile definire molti progetti in cui il rendimento marginale a lungo termine è di gran lunga superiore ai costi a breve termine. È importante sottolineare che, quando l'effetto moltiplicatore degli investimenti pubblici è particolarmente forte, il rapporto debito pubblico/PIL può diminuire.

Dati questi effetti di miglioramento del benessere del capitale pubblico, la politica fiscale dovrebbe facilitare un livello adeguato di spesa per investimenti pubblici. Tuttavia, si è spesso sostenuto che le attuali regole fiscali possono essere dannose per il livello degli investimenti pubblici. La riduzione del pubblico investimento è relativamente più facile e veloce da implementare per i governi sotto pressione fiscale rispetto al taglio della spesa sociale o gli stipendi del settore pubblico. Di conseguenza, i consolidamenti di bilancio hanno un forte effetto sulla spesa pubblica a discapito degli investimenti pubblici. Questo effetto è particolarmente forte quando il debito pubblico è alto e in recessione economica. Sullo sfondo di questi risultati, si può sostenere che a causa della pressione per consolidare le finanze pubbliche nell'ultimo decennio, la mancanza di protezione degli investimenti pubblici nel quadro attuale ha portato a una sostanziale carenza di investimenti pubblici in Europa. Lo stock di capitale pubblico ha ristagnato per diversi anni nell'ultimo decennio anche in Paesi quali la Germania, la Francia, l'Italia e la Spagna. Bisognerebbe investire ingenti somme di capitale per facilitare la transazione verde, quindi per l'energia e per i trasporti. Inoltre, ci sono esigenze sostanziali per la digitalizzazione e il settore sanitario.

La pandemia da Covid-19 ha causato un aumento significativo dell'indebitamento pubblico. L'Europa deve rispondere con efficienza all'esigenza di aumentare gli investimenti pubblici poiché giocano un ruolo vitale nella ripresa di un Paese. Il principio della Golden Rule della finanza pubblica è finan-

ziare l'investimento pubblico netto attraverso il credito. Sebbene il finanziamento degli investimenti pubblici attraverso il credito può essere valutato positivamente da un punto di vista economico, è altamente controverso dal punto di vista politico. Si sostiene spesso che questo metodo di finanziamento sposterebbe oneri eccessivi sulle generazioni future.

Tuttavia, se le generazioni future beneficiano di uno stock di capitale più ampio, dovrebbero partecipare al suo finanziamento tramite lo strumento del debito. Quindi, la Golden Rule è un ragionevole principio di politica fiscale in termini di equità intergenerazionale e per la stabilizzazione dell'attività di investimento del settore pubblico, che a sua volta fornisce un orizzonte di pianificazione più stabile per il settore privato. Le simulazioni macro-econometriche hanno mostrato che il PIL dell'area dell'euro sarebbe stato significativamente maggiore se fosse stata adottata una Golden Rule con un obiettivo di investimento pubblico netto annuo dell'1,5% del PIL applicato in passato, senza compromettere la sostenibilità del debito.

In conclusione, gli investimenti pubblici finanziati in disavanzo che aumentano la produzione potenziale sono una soluzione economicamente ragionevole e, di conseguenza, il principio della Golden Rule dovrebbe essere considerato come parte di una riforma del quadro fiscale. In questo senso, i policy maker possono trovare soluzioni pragmatiche per definire gli investimenti pubblici.

Le attuali proposte di revisione del quadro di bilancio europeo

Negli ultimi anni, come già detto in precedenza, è crescente il consenso in ordine ad una revisione delle attuali regole del Patto di Stabilità. La gravità della pandemia da Covid-19 ed i suoi effetti negativi sull'economia hanno indotto, a maggior ragione l'Europa, a sospendere le regole del Patto di Stabilità e Crescita attivando la clausola di salvaguardia che, tuttavia, scadrà a gennaio 2023. Se nulla muterà, le precedenti regole torneranno in vigore, costringendo forse a dolorosi aggiustamenti di bilancio in paesi in cui già si fronteggiano gravi difficoltà economiche. Gli autori d'Amico et Al (2022) nei loro studi²² ²³presentano una proposta per rafforzare il quadro di bilancio europeo basato su due elementi: una revisione delle regole fiscali ed un piano per istituire un'Agenzia Europea del Debito deputata ad assorbire il debito accumulato durante la pandemia.

La revisione delle regole di bilancio si prefigge di fissare un tetto al tasso di crescita della spesa pri-

²² D'Amico F. et Al. (2022). Revising the European fiscal framework, part 2: Debt management.

²³ D'Amico F. et Al. (2022). Revising the European fiscal framework, part 1: Rules.

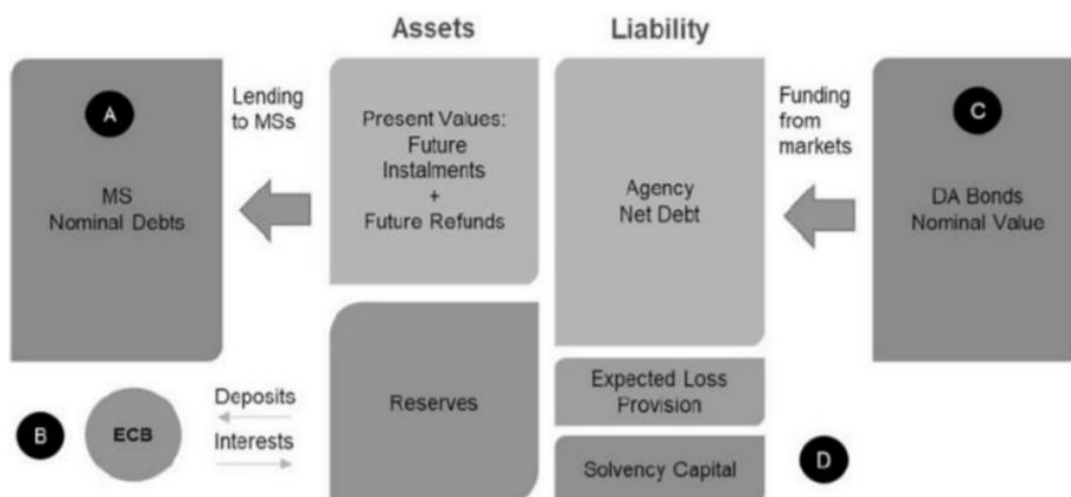
maria, da rivedere su intervalli di tre anni, con l'obiettivo di ridurre il debito su un orizzonte di dieci anni. Proprio per i motivi sopra citati, scegliere una regola che si rivolga esplicitamente ad un obiettivo di riduzione del debito permette di mantenere stazionario il rapporto debito/PIL, condizione fondamentale, questa, per favorire la disponibilità degli investitori ad assorbire il debito emesso da un determinato paese e a trattarlo come debito sicuro. Inoltre, la scelta di porsi come obiettivo un arco temporale di 10 anni e non superiore risiede nel fatto che i margini di incertezza di previsioni così a lungo termine sarebbero troppo elevati.

Riguardo il secondo elemento della proposta, gli autori suggeriscono di istituire un'Agenzia Europea per la Gestione del Debito (EDA) che possa emettere obbligazioni sovranazionali. La creazione di un'Agenzia Europea del Debito permetterebbe di integrare il lavoro della BCE sul lato fiscale. Secondo la proposta, l'EDA acquisterebbe gradualmente una

certa quantità di debito nazionale, a prezzi di mercato e in proporzione al PIL di ciascun paese, e finanzierebbe l'acquisto attraverso l'emissione di debito. L'importo del debito acquisito dall'EDA per ciascuno paese sarebbe limitato ad un livello corrispondente agli aumenti del debito durante periodi di shock, come quello che stiamo attraversando a causa della pandemia da Covid-19. I contributi sarebbero rivisti ad intervalli regolari di cinque anni dall'organo direttivo dell'Agenzia. Lo stesso organismo deciderebbe come impiegare i guadagni previsti dal piano, se utilizzarli ad esempio come riserva o come rimborso ai paesi partecipanti ovvero indirizzarli a progetti comuni dell'UE.

Uno sguardo alla figura 4 può aiutarci a capire il modus operandi dell'EDA. L'agenzia costruirebbe il proprio patrimonio di bilancio concedendo prestiti perpetui agli Stati membri per importi pari al debito pubblico nuovo o in scadenza di ciascuno di essi.

Figura 4 - Struttura del bilancio dell'EDA



Fonte: Amato M. e Saraceno F. (2022). Squaring the circle: How to guarantee fiscal space and debt sustainability with a European Debt Agency. Documento di lavoro 1/2022. Luiss.

Per la precisione, i prestiti concessi dall'Agenzia sono continuamente rinnovabili a discrezione di ciascuno Stato membro secondo una clausola denominata "clausola di opzione di perpetuità, sebbene, ciascuno Stato può sempre decidere di liquidare le proprie posizioni debitorie in scadenza. Di conseguenza, il quadro dell'EDA consente il finanziamento degli Stati membri su un piano perpetuo senza implicare alcuna forma di emissione perpetua di obbligazioni. L'EDA, inoltre, finanzierebbe i prestiti degli Stati membri emettendo sul mercato primario obbligazioni a scadenza definita secondo un prezzo corrente di mercato.

Infine, la proposta non limiterebbe la capacità della BCE di intervenire sui mercati del debito nazionale, anzi ne rafforzerebbe il ruolo. L'agenzia avrebbe funzioni più assimilabili ad un governo

piuttosto che ad un fondo finanziario: la sua potenzialità di ripagare il debito si basa sulla sua capacità di aumentare le entrate fiscali e sulla capacità dell'UE di imporsi nei confronti degli Stati membri. Il vantaggio di questo approccio è che mira in modo più diretto al rafforzamento della capacità di bilancio della zona euro. L'EDA, in linea di principio, non richiederebbe conferimenti in conto capitale (versati o rimborsabili), l'attività fondamentale sarebbe data dal valore attuale dei futuri trasferimenti degli Stati membri.

Come sostengono Amato e Saraceno²⁴, tale Agenzia contribuirebbe notevolmente a risolvere il trade-off che ha afflitto i paesi europei nell'ultimo decennio ovvero quello tra stabilità finanziaria e crescita. Infatti, fintanto che i paesi europei non diventeranno "completamente federali" qualsiasi assetto istituzionale deve far sì che gli Stati membri siano responsabili della loro politica fiscale. D'altro canto, la segmentazione dei mercati del debito sovrano europeo che si è rivelata inefficiente e instabile deve essere fortemente ridotta. La tensione tra questi due obiettivi è periodicamente riemersa sia nell'affrontare le (troppe) crisi che l'UEM ha subito in passato, sia nel discutere le regole del gioco e gli obiettivi a lungo termine dell'UE²⁵.

Infatti, nel recente passato è diventata consuetudine che le istituzioni dell'UE (l'ESM, il meccanismo SURE, la stessa Commissione con NGEU) prendano prestiti a tassi agevolati e poi trasmettano tali tassi agli Stati membri, fungendo di fatto da garanzia e da intermediario²⁶.

Governance di bilancio europea: verso un unico indicatore di performance

I responsabili politici concordano ampiamente sul fatto che un quadro di governance di bilancio riformato e semplificato dovrebbe prevedere un unico punto di ancoraggio del debito e un'unica regola operativa come base per il calcolo degli aggiustamenti di bilancio così da poter garantire la sostenibilità del debito. Al contempo, inoltre, bisognerebbe prevedere un obiettivo operativo, da raggiungere con scadenza annuale, come strumento di guida per la politica di bilancio di un governo in linea con questo obiettivo generale del debito pubblico. Andrieu et al. (2015), in un importante lavoro, propongono il rapporto debito pubblico/PIL come unico ancoraggio fiscale e una regola di crescita della spesa come unico obiettivo operativo²⁷.

Data l'importanza centrale di un unico indicatore di bilancio per fissare un obiettivo di bilancio e misurarne il raggiungimento in un quadro di governance riformato, Bernal et Al. (2022) analizzano due indicatori di bilancio che hanno svolto un ruolo

importante nell'attuale quadro di governance dell'UE: la variazione del saldo strutturale (the change in the structural balance, dSB) e il vincolo alla crescita della spesa (expenditure benchmark, EB). Il primo è un indicatore che esprime la situazione dei conti pubblici coerente con il prodotto potenziale dell'economia, ossia al netto della componente ciclica e delle misure di bilancio una tantum. Il secondo, invece, è diretto a rafforzare il raggiungimento dell'obiettivo di medio termine, parametrato al tasso di crescita di medio periodo del PIL potenziale.

La scelta e la progettazione di un indicatore o dell'altro ha importanti implicazioni politiche. Un confronto tra i risultati di bilancio dei paesi dell'area dell'euro rivela differenze significative a seconda che la valutazione sia basata sul primo o sul secondo. La performance fiscale dei paesi può essere sistematicamente migliore o peggiore, in base a quale viene utilizzato. Ciò è particolarmente evidente quando si esamina quanto sia stata favorevole per la Germania la variazione del saldo strutturale nel 2010 rispetto all'expenditure benchmark, mentre il primo indicatore è stato molto più restrittivo per Spagna e Italia (in particolare nel periodo dal 2012 al 2016).

Mettendo a confronto i due indicatori, l'EB presenta vantaggi rispetto al dSB come indicatore di performance nel quadro della governance fiscale dell'UE. Si può dimostrare che il rispetto di una norma fiscale basata sull'EB è più anticiclica rispetto ad una basata sul dSB. Inoltre, poiché l'EB è meno influenzato dalle revisioni della crescita potenziale, le regole di spesa rendono più prevedibili i requisiti di bilancio governativo.

Tuttavia l'EB, nella sua forma attuale all'interno del Patto di Stabilità e Crescita, potrebbe essere migliorato. In particolare, il parametro di riferimento della spesa manca di trasparenza, ad esempio per quanto riguarda le regole su come i governi registrano le misure discrezionali dal lato delle entrate. Inoltre, sebbene vi siano argomentazioni sia a favore che contro, la politica fiscale potrebbe essere resa più reattiva alla politica monetaria se il parametro di

²⁴ Amato M. et Saraceno F., Squaring the circle: How to guarantee fiscal space and debt sustainability with a European Debt Agency, working paper 1/2022, Luiss SEP.

²⁵ I due autori, a questo proposito, ricordano il deplorabile litigio tra i cosiddetti paesi "frugali" e "dissoluti" durante la negoziazione di Next Generation EU, il programma di investimento (e corrispondente debito congiunto) più significativo che l'UE abbia mai concordato.

²⁶ L'EDA potrebbe essere modellata su questi meccanismi e porterebbe il ruolo di intermediario al suo limite,

estendendo prestiti perpetui ed eliminando virtualmente il rischio di rollover. La sostenibilità delle finanze pubbliche dei paesi membri sarebbe determinata dalla loro capacità di onorare il proprio debito nei confronti dell'AED e la loro responsabilità sarebbe garantita da un'adeguata determinazione del prezzo della rata (variabile) degli interessi.

²⁷ Bernal N. et Al. (2022). Towards a single performance indicator in the EU's fiscal governance framework. An assessment of the expenditure and structural balance rules in the European fiscal governance framework. European Central Bank.

riferimento della spesa tenesse conto della spesa per interessi. Gli obiettivi di bilancio fissati per i governi sarebbero più favorevoli all'orientamento della politica monetaria, in quanto un indicatore di performance fiscale che tenga conto del pagamento degli interessi consentirebbe alle politiche fiscali di sostenere la politica monetaria.

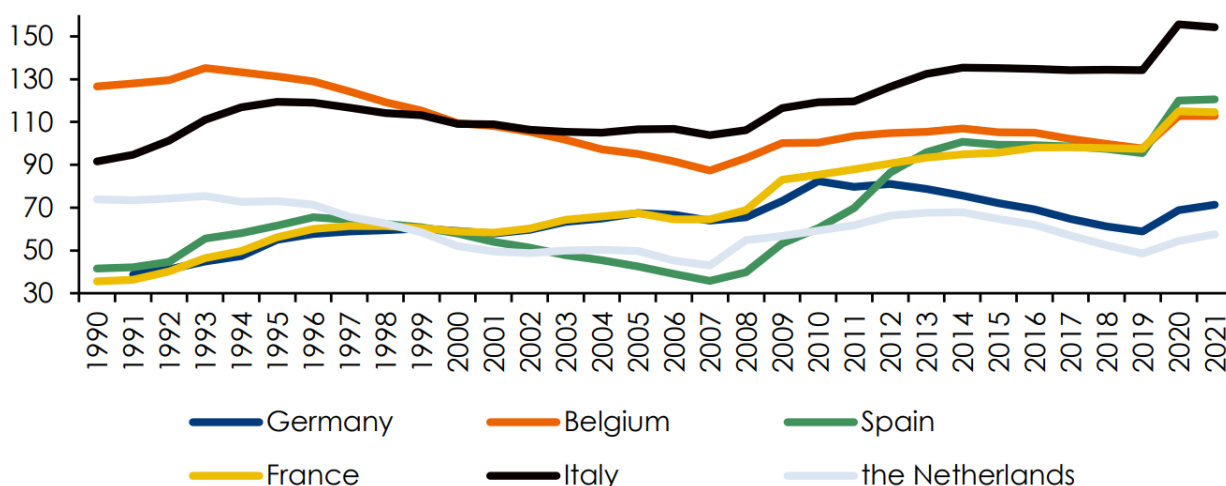
L'impatto del conflitto in Ucraina sulla sospensione del patto di Stabilità

L'impatto sull'economia dell'Eurozona del conflitto in Ucraina dovrebbe portare ad una conferma della sospensione del Patto di Stabilità anche a valere sul 2023. In ogni caso, nei prossimi mesi è atteso entrare nel vivo il confronto sulla riforma delle regole fiscali comunitarie, che potrebbe iniziare ad essere applicata a partire dal 2024. Quello che ci si aspetta non è uno sconvolgimento delle norme esistenti, semmai una loro semplificazione. La modifica più probabile, come detto nei paragrafi precedenti, è il passaggio a una singola regola sulla crescita della spesa pubblica come principale strumento operativo. Tale riforma permetterebbe di risolvere, almeno in parte, alcune delle criticità che sono

emerse nel passato, come l'eccessiva pro-ciclicità nonché la complessità delle regole, ma non annullerebbe la necessità di un significativo sforzo di consolidamento per i Paesi ad alto debito.

Dopo l'emergenza sanitaria e gli errori dello scorso decennio, sono stati riconosciuti i limiti delle attuali regole del Patto di Stabilità e Crescita, e stanno emergendo nuove proposte per una semplificazione e una riforma delle norme correnti in risposta alle nuove sfide di politica economica. La pandemia ha infatti lasciato in eredità un notevole aumento dei debiti pubblici in tutti i Paesi, come si evince dalla figura 5 qui di seguito. Inoltre, l'emergenza climatica rende necessario un impegno più significativo in termini di investimenti da parte degli Stati per la transizione energetica; infine, il conflitto in Ucraina sta avendo i suoi effetti negativi sul ciclo e sta spingendo l'UE verso un aumento delle spese militari; tutto ciò in un contesto in cui l'evoluzione della politica monetaria e altre tendenze di lungo periodo hanno permesso un costo del servizio del debito più basso che nel passato, oltre a una maggiore sostenibilità a fronte di debiti più elevati.

Figura 5. Debito pubblico (% PIL) nei principali paesi dell'Eurozona



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati AMECO.

La riattivazione delle regole fiscali, congiuntamente a una loro riforma, era inizialmente prevista per la fine del 2022. Tuttavia, le conseguenze economiche della guerra in Ucraina hanno spinto la Commissione ad annunciare che nell'anno in corso non verranno aperte procedure di deficit eccessivo e che in occasione della pubblicazione delle Spring Economic Forecasts di metà maggio si deciderà per un'eventuale (probabile) sospensione del Patto di

Stabilità anche a valere sul 2023. Lo scoppio della guerra e la probabile estensione dell'applicazione della Clausola Generale di Salvaguardia anche nel 2023 allungherà i tempi della riforma: l'applicazione delle eventuali nuove regole sarà verosimilmente posticipata al 2024²⁸.

²⁸ Volpi A. (2021). La riforma delle regole fiscali UE: se non ora, quando?. Direzione studi e ricerca. INTESA SAN PAOLO.

La presente nota è destinata alle esigenze di documentazione interna per l'attività degli organi parlamentari e dei parlamentari.

Si declina ogni responsabilità per l'eventuale utilizzazione o riproduzione per fini non consentiti dalla legge. I contenuti originali possono essere riprodotti, nel rispetto della legge, a condizione che sia citata la fonte.

Servizio del Bilancio, (2022). La riforma delle regole fiscali europee: lo stato dell'arte, Nota breve n. 30, agosto 2022, Senato della Repubblica, XVIII legislatura.



nota breve

Sintesi di argomenti di attualità
del Servizio bilancio del Senato
Realizzata con il supporto dell'OFFP

I testi sono disponibili alla pagina
<http://www.senato.it/documentazione/bilancio/>
Progetto grafico The Washing Machine