

Focus Area Euro

La riforma delle regole fiscali UE: se non ora, quando?

15 aprile 2022

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. Non ci aspettiamo uno sconvolgimento delle norme esistenti, semmai una loro semplificazione. La modifica più probabile 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.

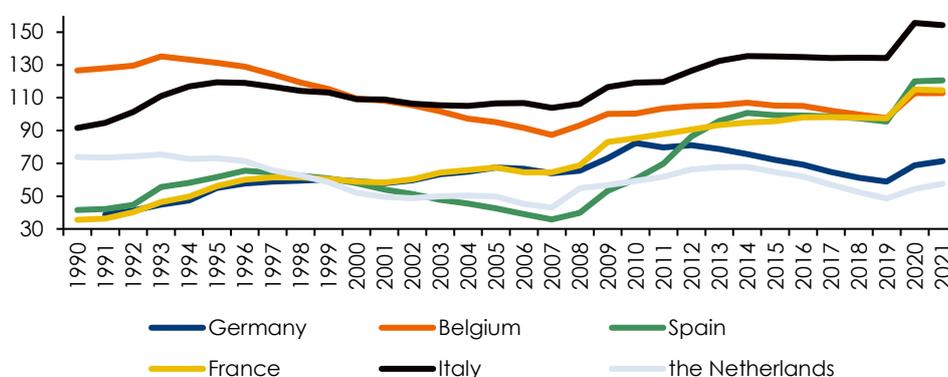
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Abbiamo simulato l'impatto che avrebbe l'introduzione di una regola sulla spesa primaria nominale netta in Italia. Il percorso di aggiustamento richiesto sarebbe meno sbilanciato sul breve termine e le caratteristiche della norma implicherebbero una maggiore anti-ciclicità; inoltre, i minori incentivi alla riduzione degli investimenti potrebbero stimolare la crescita reale e, nel lungo periodo, anche quella potenziale. L'introduzione di una regola sulla spesa non implicherebbe comunque una politica fiscale significativamente più espansiva: a fronte di un minor grado di severità fiscale nel breve termine, nel medio termine il percorso di consolidamento richiesto potrebbe risultare persino più stringente di quello implicito nelle norme attuali sul debito del Patto di Stabilità e Crescita. Perciò un'accurata scelta dei parametri e della velocità di aggiustamento richiesta è cruciale per permettere manovre fiscali realistiche anche dal punto di vista sociale e garantire una vera sostenibilità dei debiti nazionali.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati AMECO

Riparte il processo di revisione delle regole fiscali

In risposta allo scoppio della pandemia, nel marzo del 2020 la Commissione Europea ha deciso di attivare la Clausola Generale di Salvaguardia che comporta una sospensione delle regole fiscali comunitarie in caso di severa crisi economica, permettendo ai Governi nazionali di varare le necessarie misure di sostegno per far fronte all'emergenza economica, sanitaria e sociale. La pandemia aveva anche congelato il dibattito sulla riforma delle regole, che doveva partire a inizio 2020. **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.**

Il processo di revisione delle regole fiscali da parte della Commissione Europea, invece, è stato ripreso lo scorso autunno; il raggiungimento di un accordo sulle nuove norme entro giugno era tra gli obiettivi principali della Presidenza francese del Consiglio dell'Unione Europea, in modo da consentire un'implementazione entro fine anno. 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 2024.**

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; 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 di servizio del debito più basso che nel passato, oltre a una maggiore sostenibilità a fronte di debiti più elevati.

Nel dicembre 2021, in un editoriale sul [Financial Times](#), il Presidente della Repubblica Francese Macron e il Presidente del Consiglio italiano Draghi hanno sottolineato la necessità di una nuova cornice fiscale. Anche il nuovo [esecutivo tedesco](#) appare più aperto a un orientamento meno "rigoristico", confermando una **maggior apertura politica rispetto al passato per una riforma delle regole.**

Le norme esistenti si basano almeno in parte su obiettivi numerici anacronistici, limitati fondamenti teorici ed empirici e una serie di **criticità** che non sono state risolte nemmeno con le numerose riforme che si sono susseguite nel tempo¹:

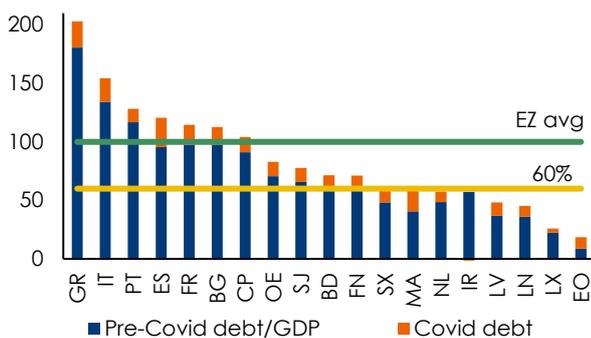
- L'obiettivo sul **rapporto debito/PIL al 60%** fu deciso nel 1992 sulla base dei livelli di debito medi dei Paesi membri; tale target appare molto lontano dai livelli correnti di debito non solo in

¹ Le attuali regole fiscali sono il risultato di un processo legislativo che si è evoluto attraverso le seguenti tappe: 1992 (Trattato di Maastricht); 1997 (Patto di stabilità e crescita); 1998 (entrata in vigore del braccio preventivo); 1999 (entrata in vigore del braccio correttivo); 2005 (introduzione delle variabili strutturali); 2010 (primo semestre europeo); 2011 (Six-Pack); 2012 (Fiscal Compact); 2013 (Two-Pack); 2015 (clausole di flessibilità).

alcune delle maggiori economie (Italia, Francia e Spagna), ma anche nella media dell'Eurozona²;

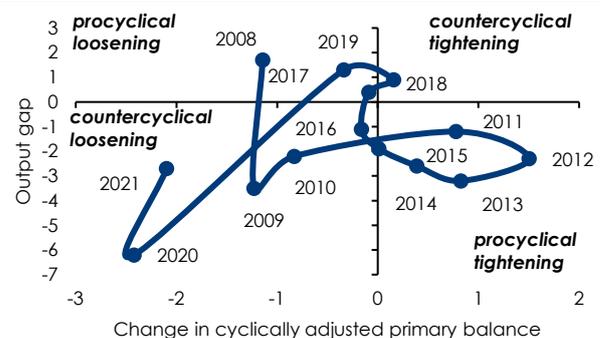
- **Pro-ciclicità**: le regole hanno spesso implicato restrizioni fiscali anche in periodi di recessione, mentre non hanno offerto abbastanza incentivi per un consolidamento delle finanze pubbliche in periodi di ciclo espansivo;
- Efficacia nel controllare l'indebitamento netto, ma successo limitato nella gestione del debito;
- Scarsa rilevanza attribuita alla **composizione della spesa pubblica** e scarsi incentivi a stimolare gli **investimenti**;
- Affidamento a una serie di **variabili non osservabili**, in particolare a deficit strutturale e output gap, le cui procedure di stima sono soggette ad ampia incertezza (tali variabili sono state sovente soggette a revisioni molto significative a distanza di tempo);
- Eccessiva **complessità**, limitata **trasparenza**, ampio spazio lasciato all'interpretazione, soprattutto nel caso delle negoziazioni politiche per ottenere flessibilità. Mancanza di **misure di controllo** efficaci.

Fig. 1 - Il target sul debito al 60% del PIL appare poco realistico in molti Paesi; il COVID-19 ha amplificato gli squilibri



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati AMECO

Fig. 2 - La politica fiscale in area euro è stata soprattutto pro-ciclica



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati AMECO

Verso una regola sulla spesa nominale

In conseguenza alle criticità emerse, sono state presentate, specie negli ultimi anni, diverse proposte per semplificare le regole in maniera tale da portare a un processo di consolidamento più graduale e caratterizzato da una maggiore anti-ciclicità. Le principali proposte, pur presentando delle differenze, trovano un terreno comune nella **sostituzione del complesso sistema corrente basato sul deficit strutturale con una più semplice regola sulla spesa nominale** confermando l'obiettivo di riduzione del debito che rimarrebbe l'unica ancora fiscale. L'articolato meccanismo di controllo e di applicazione verrebbe altresì corretto e sostituito con un maggior utilizzo della Clausola Generale di Salvaguardia, già efficacemente sfruttata durante la pandemia, che permette una sospensione delle regole nel caso di una severa recessione.

Il sistema di regole all'interno del Patto di Stabilità e Crescita prevede che ai Paesi con un rapporto debito/PIL superiore al 60% sia richiesto un percorso di aggiustamento medio pari a 1/20 all'anno della differenza rispetto al target. Alla regola sul debito è associato un obiettivo di medio

² La media semplice del rapporto debito/PIL nei 19 Paesi UE ha toccato un picco all'86% nel 2020, per poi scendere solo lievemente, nelle ultime stime della Commissione, all'85,7% nel 2021, all'84,1% nel 2022 e all'83,3% nel 2023; per l'aggregato dell'Eurozona, il debito ha sfiorato il 100% del PIL nel 2021 ed è visto al 97,9% quest'anno e al 97% l'anno prossimo.

termine (MTO) di un saldo strutturale tale da rispettare la regola del 3% del rapporto deficit/PIL anche in caso di fluttuazioni cicliche sfavorevoli e confermare un quadro di sostenibilità per il debito. Per i Paesi con un disavanzo strutturale superiore all'obiettivo è richiesto un consolidamento pari allo 0,5% del PIL all'anno, che può essere comunque ricalibrato sulla base del contesto congiunturale e ammorbidito nel caso dell'implementazione di riforme strutturali, investimenti pubblici o eventi straordinari. Alla regola sul deficit strutturale è infine affiancata una norma sulla spesa nominale netta che pone un tetto alla crescita della spesa primaria depurata di componenti cicliche, misure discrezionali sulle entrate, investimenti finanziati dai fondi comunitari e parzialmente corretta per tener conto della variabilità delle spese in conto capitale; per i Paesi che non hanno raggiunto il loro MTO, la crescita della spesa deve essere parametrata per garantire la riduzione prescritta del saldo strutturale.

Le proposte presentate non si pongono quindi in un'ottica di rivoluzione delle norme già esistenti, ma in una loro semplificazione: **la regola sulla spesa nominale** è infatti **già presente all'interno del Patto di Stabilità**, ma nella nuova architettura normativa la regola sulla spesa diventerebbe invece il principale strumento di monitoraggio e analisi della politica fiscale.

Tra le proposte presentate che suggeriscono una semplificazione e il passaggio verso una regola sulla spesa come principale strumento di policy segnaliamo quella del [German Council of Economic Experts](#), quella del [French Council of Economic Analysis](#), e la più recente, a firma, tra gli altri, dei consiglieri economici dei Governi francese e italiano ([Weymuller e Giavazzi](#)). Anche gli esecutivi spagnolo e olandese, in una [proposta congiunta](#), suggeriscono la trasformazione degli OMT in una più semplice norma di spesa. Anche la proposta finale della Commissione Europea dovrebbe muoversi in questa direzione, come peraltro suggerito già nel 2018 dallo [European Fiscal Board](#).

Cos'è una regola sulla spesa nominale?

Nella formulazione emersa dalle principali proposte, la nuova regola sulla spesa nominale **impone che la spesa primaria nominale, al netto di stabilizzatori automatici, modifiche discrezionali dal lato delle entrate e (in alcuni casi) investimenti, cresca in linea con il PIL potenziale e l'inflazione attesa tenendo conto dell'obiettivo di riduzione del debito:**

$$g_{it} = \hat{y}_{it} + E_{t-1}\pi_t - \gamma_{it}(d_{it} - d^*)$$

dove g_{it} è la crescita della spesa pubblica primaria nominale netta; \hat{y}_{it} è la crescita del PIL potenziale; $E_{t-1}\pi_t$ è l'inflazione attesa; γ_{it} è il parametro che determina la velocità di convergenza richiesta per il debito pubblico in rapporto al PIL d_{it} rispetto al target d^* . Rispetto alla regola di spesa esistente la velocità di convergenza sarebbe quindi determinata dalla differenza rispetto al target sul debito e non dall'aggiustamento del saldo strutturale.

In questo quadro, le varie proposte prospettano un certo grado di flessibilità: in quella dello European Fiscal Board, per esempio, sono permesse **deviazioni temporanee dalla regola** fino all'1% del PIL, a patto che vengano compensate negli anni successivi. Deviazioni più significative saranno permesse in caso di contesti congiunturali particolarmente sfavorevoli, con un'applicazione delle clausole di salvaguardia e conseguente sospensione della regola; in assenza di tali clausole, in caso di deviazione significativa giudicata non temporanea, verrebbero applicate delle sanzioni. **La regola della spesa permetterebbe di allineare la crescita della spesa primaria alla crescita economica di lungo periodo** e non sarebbe in contrasto con l'obiettivo del deficit al 3% (che verrebbe utilizzato per i Paesi con un debito inferiore al target come soglia di controllo preventivo per evitare allargamenti eccessivi delle posizioni fiscali).

L'utilizzo della spesa primaria permette di considerare le uscite pubbliche al netto dei pagamenti degli interessi sul debito che rappresentano un significativo fardello per alcuni stati, come l'Italia.

L'esclusione degli stabilizzatori automatici garantisce una **maggiore anti-ciclicità** in quanto le poste di spesa soggette al controllo della regola non sono tipicamente soggette alle fluttuazioni del ciclo; l'indicizzazione alla crescita potenziale e all'inflazione attesa, infine, permette alla spesa pubblica di crescere più del PIL in periodi di crescita reale inferiore a quella potenziale, e viceversa. Anche il legame con l'inflazione attesa avrebbe una funzione stabilizzatrice: nel caso di inattesi shock di domanda con implicazioni deflattive, i consumi pubblici aumenterebbero a ritmi superiori all'inflazione realizzata.

Il trattamento speciale delle spese in conto capitale è infine un elemento di grande importanza (al momento la norma esistente esclude quelli finanziati dai fondi UE, mentre gli altri vengono distribuiti su di un orizzonte di quattro anni) in quanto permetterebbe di stimolare maggiormente gli **investimenti** (in molti paesi sono rimasti fiacchi negli ultimi anni) con effetti positivi sulla crescita sia reale che potenziale. Una esclusione di ogni tipo di investimento appare irrealistica, e non necessariamente positiva, più probabile l'esclusione degli investimenti coerenti con le priorità dell'Unione Europea come quelli nella transizione ecologica o digitalizzazione.

Inoltre, **la spesa nominale netta è direttamente osservabile** (al contrario del saldo strutturale) dal Governo, relativamente più facile da controllare rispetto alle entrate e, in alcuni casi, può essere gestita anche su orizzonti pluriennali, soprattutto per quanto riguarda i costi del personale e di funzionamento delle amministrazioni pubbliche, permettendo una maggiore coerenza temporale tra i Programmi di Stabilità e le leggi di bilancio annuali. La norma presenta comunque degli elementi di incertezza in quanto **anche la crescita potenziale deve essere stimata**, e le diverse procedure offrono risultati differenti. **Tuttavia, a differenza del deficit strutturale** che richiede procedure più complesse per via del calcolo delle elasticità rispetto ai saldi di bilancio, **il grado di errore è potenzialmente meno ampio** e meno soggetto a revisioni³; infine l'utilizzo del PIL reale rispetto a quello potenziale renderebbe la regola più pro-ciclica.

Alla riforma delle regole fiscali molte proposte associano anche una **rimodulazione dell'architettura istituzionale comunitaria** con un rafforzamento del ruolo delle Independent Fiscal Institutions (IFI) nazionali (in Italia l'Ufficio Parlamentare di Bilancio) nel generare il quadro macroeconomico previsivo di riferimento per i budget, valutare gli impatti delle politiche economiche sulla crescita reale e potenziale, effettuare analisi di sostenibilità fiscale di lungo periodo e fornire approvazioni formali alle leggi di spesa. Un ulteriore elemento comune in alcune proposte è la riforma dell'European Fiscal Board affinché possa coordinare il lavoro degli IFI e agire da organo indipendente nel decidere per l'eventuale applicazione delle clausole di salvaguardia.

Dal punto di vista legislativo, per la modifica delle regole contenute nel Patto di Stabilità e Crescita (come l'eventuale cancellazione della regola del debito) sarebbe necessaria una decisione presa all'unanimità da parte del Consiglio Europeo. Molte proposte evocano inoltre un obiettivo sul debito specifico per Paese o un aumento del target al 100%, ma una modifica del genere richiederebbe una riforma dei trattati, o dei protocolli dei trattati, di limitata realizzabilità (in aggiunta all'unanimità da parte del Consiglio, sarebbe necessaria la ratifica da parte degli organismi esecutivi o legislativi preposti nei singoli Stati). In caso di conferma dell'attuale target al 60%, è possibile che la necessità di un percorso di consolidamento meno severo sia gestita attraverso una rimodulazione della velocità di aggiustamento richiesta (cioè con il parametro γ_{it}), che potrebbe essere anche differenziata per Paese.

Particolarmente ambiziosa è la proposta contenuta in Giavazzi, Weymuller et al (2021) che, oltre a distinguere l'obiettivo di lungo termine del 60% e un obiettivo di medio termine da raggiungere

³ Darvas, Zsolt & Anderson, Julia. (2020). New life for an old framework: redesigning the European Union's expenditure and golden fiscal rules.

in 10 anni, suddivide il debito accumulato in due parti con due sentieri di aggiustamento diversi. Nello specifico il debito da ridurre più lentamente sarebbe quello accumulato in periodi di crisi o per finanziare gli investimenti. Il debito accumulato durante la pandemia verrebbe inoltre acquistato da una European Debt Management Agency che lo sostituirebbe con titoli di debito finanziati da risorse proprie: oltre a contribuire alla riduzione del costo dei debiti nazionali, rappresenterebbe un ulteriore passo in avanti per una maggiore integrazione a livello fiscale dopo l'importante precedente del programma NGEU.

In sintesi, **l'esito più probabile del dibattito potrebbe essere una conferma dei target esistenti su debito e deficit** (a 60% e 3% rispettivamente), **modificando però la regola già esistente sulla crescita della spesa** (di fatto sul saldo in quanto si considera parzialmente anche il lato delle entrate) **pubblica** che diventerebbe il principale strumento di gestione della politica fiscale.

Tab.1 – Le principali proposte hanno come elemento comune l'utilizzo di una regola sulla spesa come principale strumento di politica fiscale

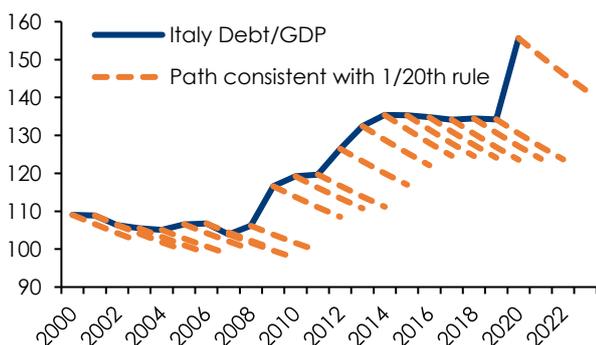
	Patto di Stabilità e Crescita	European Fiscal Board (2018-2020)	German Council of Economic Experts (2017)	French Council of Economic Analysis (2021)	Giavazzi, Weymuller et al. (2021)
Target debito	60% del PIL	Specifico per Paese, da raggiungere in 15 anni	60% del PIL, orizzonte temporale di 20 anni	Specifico per Paese, definito su un orizzonte di 5 anni	Obiettivo di lungo termine al 60% del PIL, obiettivo di medio termine specifico per Paese su un orizzonte temporale di 10 anni
Aggiustamento debito/ Regola spesa/ Norma deficit strutturale	1/20 della differenza tra debito e target in media per tre anni; Obiettivo di medio termine da realizzare attraverso saldo strutturale (gli obiettivi possono essere allentati a determinate condizioni); Regola sulla spesa primaria netta nominale	Regola sulla spesa primaria nominale al netto di stabilizzatori automatici e misure discrezionali di entrata, rivista ogni 3 anni	Regola sulla spesa primaria nominale al netto di stabilizzatori automatici e misure discrezionali di entrata, rivista ogni 3 anni. Utilizzo del saldo strutturale come riferimento di medio termine di controllo per le entrate	Regola sulla spesa primaria nominale al netto di stabilizzatori automatici e misure discrezionali di entrata	Suddivisione del debito in una parte da ridurre velocemente e una parte da ridurre più lentamente. Regola sulla spesa primaria nominale netta rivista ogni 3 anni
Contabilità degli investimenti	La regola sulla spesa esclude gli investimenti finanziati da fondi UE, gli altri sono distribuiti su un orizzonte di 4 anni	Alcuni investimenti vengono esclusi dalla spesa primaria		Non esclusi dalla spesa primaria ma valutato l'impatto sul PIL potenziale	Alcuni tipi di investimenti sono esclusi dalla spesa primaria e concorrono a formare la parte di debito ad aggiustamento più lento
Riforma istituzionale		Istituzione di una struttura permanente dotata di risorse proprie da utilizzare in periodi di emergenza e o per finanziare programmi comuni	Sanzioni automatiche. Riforma dello EFB come istituto indipendente di controllo	Rafforzamento del ruolo degli Uffici Parlamentari di Bilancio (Independent Fiscal Institutions) e dell'EFB. Istituzione di una struttura permanente dotata di risorse proprie da utilizzare in periodi di emergenza e o per finanziare programmi comuni	Trasferimento del debito accumulato durante l'emergenza Covid ad un'Agenzia Europea di Gestione del Debito

Fonte: Intesa Sanpaolo

Quali sarebbero gli effetti dell'introduzione di una regola sulla spesa in Italia?

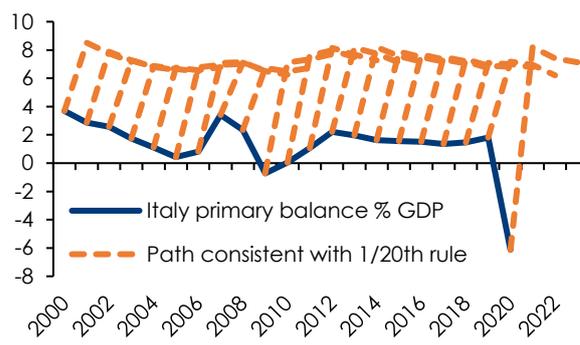
In Italia l'applicazione delle regole fiscali comunitarie è stata limitata. In particolare, la norma sul taglio del debito di 1/20 all'anno rispetto al target avrebbe implicato dei saldi primari eccessivamente stringenti, fino all'8% del PIL, che non sarebbero stati né economicamente, né socialmente realizzabili (Fig. 3 e 4). Un certo grado di flessibilità è stato quindi concesso, a patto che fosse rispettata la regola sull'aggiustamento strutturale (tenendo conto delle clausole per gli investimenti e per le riforme).

Fig. 3 - In Italia il rispetto delle regole è stato limitato



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati AMECO

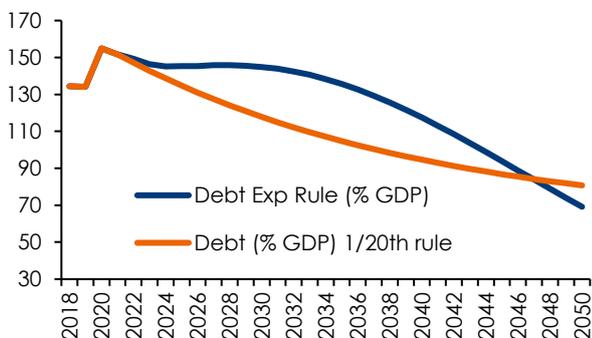
Fig. 4 - Il percorso di consolidamento richiesto, anche in periodi di espansione, sarebbe stato eccessivamente severo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati AMECO

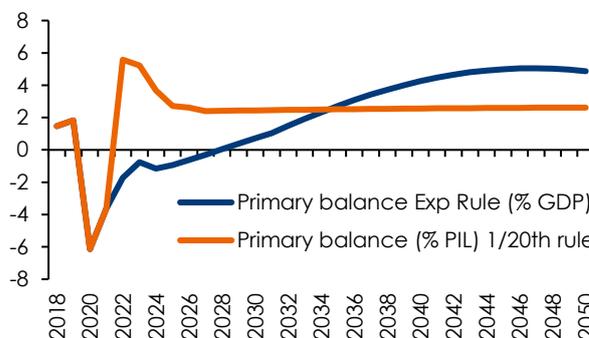
Simuliamo quindi il consolidamento richiesto per il debito italiano nel caso di una regola sulla spesa. Nel nostro esercizio di simulazione ipotizziamo che il percorso di consolidamento inizi nel 2022 (anche se, come detto, è probabile che l'applicazione delle nuove regole possa essere posticipata al 2024). Fissiamo la crescita potenziale italiana all'1% e utilizziamo le informazioni contenute nel DEF 2022 per la composizione di entrate e uscite pubbliche. Per la crescita del PIL, inflazione e spesa per interessi usiamo invece le nostre previsioni e consideriamo tali variabili come esogene. Applichiamo quindi la regola della spesa primaria nominale al netto di stabilizzatori automatici e investimenti (per semplicità non ipotizziamo modifiche discrezionali dal lato delle entrate), con un parametro di aggiustamento del debito rispetto all'obiettivo del 60% del PIL pari a 1/50 medio all'anno. La dinamica delle entrate è stimata tenendo conto dell'elasticità rispetto alla crescita (cresce quindi circa in linea con il PIL nominale) e ipotizziamo un aumento degli investimenti pubblici in modo tale che raggiungano il 4% del PIL entro il 2050.

Fig. 5 - Scenari debito/PIL con diverse regole fiscali



Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Scenari saldo primario (% PIL) con diverse regole fiscali



Fonte: Intesa Sanpaolo

I risultati della simulazione sono evidentemente dipendenti dalle ipotesi di partenza e dal comportamento di una serie di variabili, ma **una regola sulla spesa implicherebbe un sentiero di**

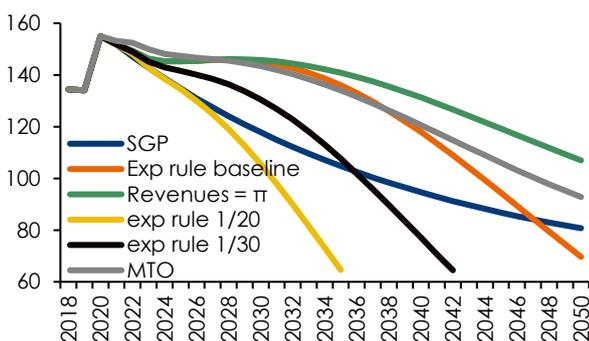
consolidamento più graduale e meno concentrato sul primo decennio rispetto alle norme correnti sulla riduzione del debito (Fig. 5-6), **a fronte però di una maggiore restrizione nel medio termine**, anche più severa rispetto alla regola del debito.

L'applicazione della regola dell'1/20 già a partire dall'anno in corso richiederebbe infatti il raggiungimento di un saldo primario positivo prossimo al 6% e una serie di avanzi ancora molto elevati nel quinquennio successivo, prima di una stabilizzazione intorno al 2,5%. La regola sulla spesa, al contrario, permetterebbe al Governo di mantenere un saldo primario negativo nei primi cinque anni dalla sua introduzione, prima di una restrizione graduale nei dieci successivi, associata a un rapporto debito/PIL sostanzialmente stabile. Lo sforzo di consolidamento sarebbe quindi concentrato nel più lungo termine con saldi primari richiesti fino al 5% quando il calo del debito accelererà a ritmi superiori a quelli implicati dalla regola corrente.

L'inconveniente di questo approccio è quindi lo **spostamento dell'onere del consolidamento fiscale sulle generazioni future**, potenzialmente a tassi poco realistici vista anche la conformità limitata registrata nel passato. Il Governo potrebbe comunque sfruttare la libertà concessa dalla regola per **agire attraverso una ricomposizione della spesa a favore degli investimenti e una riduzione delle entrate** (per esempio con il cambio delle aliquote o delle basi imponibili), che avrebbero effetti positivi anche sulla crescita reale e di lungo termine. Se ipotizziamo infatti una crescita delle entrate a tassi inferiori al PIL nominale, ma in linea con l'inflazione attesa (le entrate scenderebbero a circa il 41,5% del PIL entro il 2050), il percorso di consolidamento sarebbe ancora più graduale e il saldo primario richiesto nel lungo termine sarebbe circa in linea con quello implicato dalla regola dell'1/20, a fronte però di un punto di arrivo più elevato per il rapporto debito/PIL. Una velocità di aggiustamento più rapida renderebbe invece necessari sforzi ben più ampi.

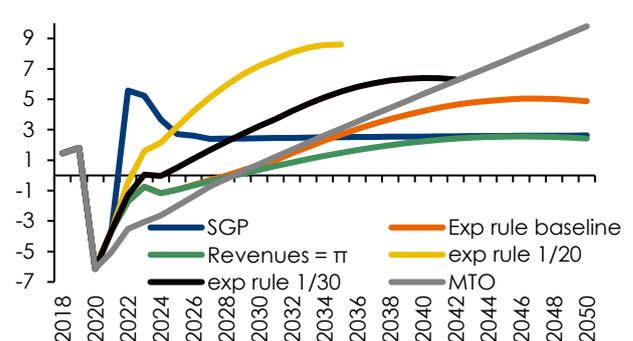
Nel caso infine dell'utilizzo della regola sul saldo strutturale, che di fatto è stata quella effettivamente applicata negli ultimi anni, il sentiero di consolidamento è fortemente dipendente dalla stima dell'output gap e dal grado di flessibilità concessa; in ogni caso, nell'ipotesi di un output gap modestamente negativo, ma comunque coerente con un aggiustamento del saldo di 0,5pp all'anno, la restrizione fiscale richiesta non sarebbe necessariamente più severa rispetto alla regola sulla spesa da noi stimata (Fig. 7-8).

Fig. 7 - Debito/PIL con diverse regole fiscali



Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 8 - Saldo primario (% PIL) con diverse regole fiscali



Fonte: Intesa Sanpaolo

Un ulteriore caveat è rappresentato dal fatto che nella nostra simulazione consideriamo il PIL come variabile esogena non dipendente dalla politica economica: lo sforzo di aggiustamento richiesto dalle regole contenute nel Patto di Stabilità avrebbe effetti potenzialmente recessivi, tale da rallentare in misura anche considerevole il sentiero di riduzione del rapporto debito/PIL.

La minore pro-ciclicità della regola sulla spesa nominale e il maggior incentivo ad aumentare gli investimenti dovrebbero contribuire a ridurre almeno in parte l'onere del consolidamento

fiscale e alzare il potenziale di crescita (e quindi il tetto sulla spesa), facilitando il rispetto dei requisiti di aggiustamento. La composizione della spesa rimane comunque un elemento cruciale: un limite ai consumi pubblici troppo stringente potrebbe risultare controproducente, soprattutto nel caso in cui dovesse riflettersi su componenti di spesa corrente come la sanità e l'educazione.

Perché la regola sulla spesa nominale determini un sentiero di aggiustamento fiscale realistico, la scelta del parametro di aggiustamento è un elemento cruciale; tuttavia, anche nel caso di requisiti di riduzione del debito piuttosto blandi (1/50 l'anno, nella nostra simulazione) e in assenza di una modifica del target sul debito permarrrebbe comunque la necessità di un ingente sforzo in senso restrittivo. Per limitare ulteriormente il peso richiesto, un'ipotesi potrebbe essere quella di una rimodulazione periodica del parametro di convergenza o la determinazione di target intermedi prima del raggiungimento dell'obiettivo di lungo termine del 60%. Non sarà facile però che tali proposte alternative, godano di un consenso tra i Governi nazionali in fase di negoziazione e potrebbero rappresentare, come il grado di flessibilità contemplata, un terreno di scontro tra i paesi. Un elemento chiave per la nostra simulazione e per i vantaggi di questa regola è infine l'esclusione di almeno parte degli investimenti dalle poste di spesa ma anche su questo punto non è scontato che un accordo venga raggiunto (più plausibile forse l'esenzione degli investimenti in tematiche strategiche come la transizione ecologica).

Nonostante la volontà politica per una riforma anche da parte dei Paesi storicamente più restii a modifiche, il raggiungimento di un accordo non appare scontato e, nel caso in cui le divergenze tra Paesi dovessero rivelarsi insanabili, si potrebbe assistere ad una conferma delle regole esistenti che nel passato hanno comunque permesso un certo grado di flessibilità. Nell'ipotesi di un mancato accordo, la Commissione potrebbe infatti decidere di applicare in maniera parziale le regole attuali abbandonando, come di fatto in parte già succede, la regola sul debito per mantenere quelle sul MTO e sulla spesa che potrebbero essere applicate alternativamente nei Programmi di Stabilità nazionali affiancandole ad una *Golden Rule* sugli investimenti coerenti con le priorità comunitarie. Questa ipotesi sarebbe la più semplice dal punto di vista giuridico perché non richiederebbe modifiche significative alla legislatura vigente, ma non contribuirebbe a ridurre l'incertezza sulla gestione della politica fiscale.

In sintesi:

- L'introduzione di una regola sulla spesa non implica necessariamente una restrizione fiscale meno severa ma un percorso meno sbilanciato sul breve termine;
- Il peso del consolidamento fiscale verrebbe posticipato ma, soprattutto nei Paesi ad alto debito come l'Italia, uno sforzo notevole sarebbe comunque richiesto. Appare necessaria un'attenta calibrazione dei parametri e delle modalità in cui maggiore flessibilità viene concessa così come la gestione di alcune poste di bilancio come gli investimenti appare chiave per determinare sentieri di consolidamento realistici;
- L'attenzione alle entrate discrezionali lascia flessibilità ai Governi nell'agire secondo i propri indirizzi politici. Il focus sulle spese correnti potrebbe portare a politiche controproducenti se la spesa in sanità, ricerca ed educazione facesse le spese di un'eccessiva rigidità della spesa previdenziale;
- Tra i vantaggi si segnala la minor pro-ciclicità, il maggior incentivo ad aumentare gli investimenti e il minor affidamento a variabili di difficile stima come saldo strutturale e output gap.

Conclusioni

Le regole fiscali europee hanno dimostrato una efficacia limitata nel garantire la sostenibilità dei debiti nazionali, e appaiono ormai obsolete per affrontare le nuove sfide per l'Unione Europea e il contesto post-pandemico. La Commissione Europea ha rilanciato il processo di revisione delle regole, e anche a livello nazionale sta emergendo una maggiore volontà politica per una riforma. Dalle principali proposte sembra stia affiorando un consenso per una semplificazione del Patto di Stabilità e Crescita, con il passaggio ad una regola sulla spesa primaria nominale come principale strumento per guidare le politiche fiscali dei Governi europei; appare invece meno realistica l'ipotesi di un aumento del target del debito (oggi al 60% del PIL). Anche le ipotesi di mutualizzazione di parte del debito, o di maggiore integrazione fiscale, difficilmente troveranno ampio consenso tra i Paesi membri. L'applicazione di un tetto alla crescita della spesa permetterebbe di risolvere almeno in parte alcune problematiche che caratterizzano le norme correnti come l'eccessiva pro-ciclicità e complessità, e la limitata trasparenza. La regola implicherebbe un percorso di consolidamento fiscale meno sbilanciato sul breve termine ma, nel caso di Paesi ad elevato debito, come l'Italia, renderebbe comunque necessario un notevole sforzo di aggiustamento, specie nel lungo termine. La parametrizzazione della regola, per quanto riguarda la velocità di aggiustamento richiesta, la frequenza di revisione, la presenza di obiettivi intermedi e l'esclusione di alcune poste di bilancio come le spese in conto capitale, sarà cruciale per ottenere orientamenti di politica fiscale sostenibili ma al tempo stesso realistici.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------