

Macro Rapid Response

Alla fine, una riforma pasticciata per il patto di stabilità

Il compromesso sulla riforma del patto di stabilità complica inutilmente l'innovativo sistema di regole proposto dalla Commissione nel 2022, introducendo soglie di salvaguardia numeriche su debito e deficit. Il previsto regime transitorio per il periodo 2024-27 mostra che i governi sono ostaggio dei cicli elettorali, il che suscita non pochi dubbi sull'effettivo livello di *ownership* dei futuri piani fiscali.

Il 20 dicembre, i ministri dell'economia e delle finanze dell'UE hanno trovato un accordo politico di compromesso sulla riforma del patto di stabilità e crescita¹. L'accordo dovrà ora essere negoziato con Parlamento Europeo e Commissione per giungere alla convergenza finale su un dispositivo normativo condiviso. Tali passaggi, che dovrebbero iniziare nella seconda metà di gennaio, potrebbero condurre ad ulteriori modifiche alle bozze diffuse il 21 dicembre dal Consiglio, in particolare quella sul braccio preventivo del patto di stabilità.

L'accordo preserva i punti fondamentali della proposta della Commissione dell'aprile 2023. Il processo proposto dalla Commissione e sostanzialmente recepito dal Consiglio è descritto nella figura alla fine di questa nota. Si basa su due principi innovativi:

- **Sostenibilità fiscale:** puntare direttamente alla sostenibilità del debito - derivando gli obiettivi fiscali dall'analisi di sostenibilità del debito (DSA, *debt sustainability analysis*) - piuttosto che razionalizzare obiettivi numerici arbitrari.

- **Partecipazione nazionale:** consentire il più possibile la scelta politica nazionale, entro i limiti fissati dalle condizioni di sostenibilità e alla soglia del 3% per il rapporto deficit/PIL).

Tuttavia, tali principi sono stati indeboliti già nel passaggio dalla proposta generale alla proposta normativa della Commissione con l'inserimento di una serie di elementi estranei (obiettivi numerici uguali per tutti) che hanno ridotto la coerenza dell'assetto complessivo.

Gli elementi fondamentali dell'accordo sono i seguenti:

Periodo di aggiustamento. Come nella proposta originaria della Commissione, è di 4 anni, che possono essere estesi a 7 anni in cambio di impegni di riforma e investimenti (ad esempio, il PNRR). Il percorso di aggiustamento proposto dallo Stato membro deve essere coerente con l'analisi di sostenibilità del debito (DSA) e terrà conto della traiettoria proposta dalla Commissione all'inizio del processo. La discesa del debito deve avvenire con elevata probabilità, e non soltanto negli scenari più favorevoli. Il percorso di aggiustamento sarà definito in base alla spesa pubblica al netto di interessi, variazioni discrezionali delle entrate, elementi ciclici dei sussidi di disoccupazione, misure una tantum e spesa in programmi UE totalmente coperta da fondi UE ("net expenditure").

Il piano di aggiustamento ("national medium-term fiscal-structural plan") deve essere presentato dagli Stati membri entro il 30 aprile dell'anno precedente. La durata dei piani sarà di 4 o 5 anni,

¹ <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2023/12/21/economic-governance-review-council-agrees-on-reform-of-fiscal-rules/>. La documentazione pubblicata comprende: (1) [Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on the effective coordination of economic policies and multilateral budgetary surveillance and repealing Council Regulation \(EC\) No 1466/97](#); (2) [Regulation \(EC\) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure](#); (3) [COUNCIL DIRECTIVE amending Directive 2011/85/EU on requirements for budgetary frameworks of the Member States](#)

22 dicembre 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

allineata con la durata della legislatura nazionale. Infatti, è previsto che un nuovo governo possa decidere di proporre un nuovo piano di aggiustamento.

Il piano di aggiustamento deve soddisfare una serie di criteri minimi:

1. Nel corso del periodo di aggiustamento, tutti gli Stati membri con debito pubblico >90% del PIL si impegnano a ridurre il rapporto debito/PIL almeno dell'1% medio all'anno durante il periodo di aggiustamento, tasso di decremento che scende a 0,5% per gli Stati con debito <90% del PIL ma >60%².
2. Alla fine del percorso, inoltre, il deficit deve essere inferiore al 3% del PIL (e deve restare tale anche dopo il periodo del piano, senza dover ipotizzare nuove correzioni di bilancio).
3. Lo sforzo fiscale deve essere "lineare", cioè non concentrato negli anni finali, e almeno "proporzionale" alla correzione richiesta lungo l'intero periodo di aggiustamento (che potrebbe essere più lungo).
4. Gli Stati membri devono puntare a raggiungere nel medio termine un **deficit strutturale pari a 1,5% del PIL**, invece del pareggio di bilancio previsto dalle regole attuali. Tale limite non era previsto nella proposta della Commissione, che affidava la definizione del livello di deficit alla DSA. Nel braccio preventivo, la **velocità di convergenza** del deficit all'obiettivo di medio termine sarà pari a 0,4% del PIL, che si ridurrà a 0,25% del PIL a fronte di un piano concordato di riforme e investimenti (fermo restando l'obbligo di riduzione del rapporto debito/PIL nel corso del periodo di aggiustamento)³.

La **deviazione massima tollerata** dal percorso è pari a 0,3% del PIL (0,6% cumulata): se supera tali soglie, scatta la EDP. In pratica, se la deviazione non supera mai lo 0,3% annuo, la EDP sarebbe avviata soltanto dal quarto anno del piano (cioè al terzo anno di violazione certificata).

Nel caso di applicazione della **EDP** (braccio correttivo delle regole fiscali), la **correzione minima richiesta** (calcolata sul saldo strutturale) sarà pari a **0,5% del PIL** (quindi, potrebbe essere maggiore).

L'accordo prevede un **periodo transitorio (2025-27)** durante il quale saranno applicati fattori mitiganti (aumento del deficit legato alla spesa per interessi, spesa per la difesa o transizioni verdi e digitali) alla traiettoria di correzione proposta⁴. La EDP dovrebbe scattare sia nel caso di deficit >3% del PIL, sia di una significativa deviazione dal percorso di riduzione del debito concordato fra Commissione e Stato membro. Se un paese è sottoposto a EDP, non si applica la regola di riduzione del debito⁵.

² La riduzione viene calcolata sull'orizzonte del piano: non è necessario che il debito scenda dell'1% in tutti gli anni, perché potrebbe essere previsto un percorso più rapido in alcuni anni e più lento in altri (v. art. 6bis della proposta *Regulation on the effective coordination of economic policies and multilateral budgetary surveillance*). Se il debito è <60%, ovviamente, non è previsto alcun piano di riduzione.

³ V. Art. 6ter. La proposta di regolamento indica come vincolanti sia la riduzione del debito, sia la correzione strutturale minima. Ciò significa che il piano deve rispettare entrambi, cioè il più stringente dei due, fermo restando che la riduzione del debito non è soggetta a soglie annuali rigide.

⁴ Si veda il punto 24bis nel preambolo della proposta di regolamento sull'applicazione della EDP.

⁵ Secondo l'art. 6bis, per i paesi che iniziano il periodo di aggiustamento in EDP, il tasso medio di riduzione del debito viene calcolato a partire dall'anno in cui si prevede di abrogare la procedura; prima, prevale il criterio di riduzione del deficit strutturale al ritmo di almeno 0,5% all'anno.

Il quadro normativo proposto include anche delle **clausole di sospensione** (escape clauses): una **generale** (in caso di severa contrazione economica a livello di area euro o Unione Europea) e una **nazionale** (se circostanze eccezionali al di fuori del controllo dello Stato membro producono effetti avversi molto significativi sui conti pubblici).

Implicazioni e valutazione

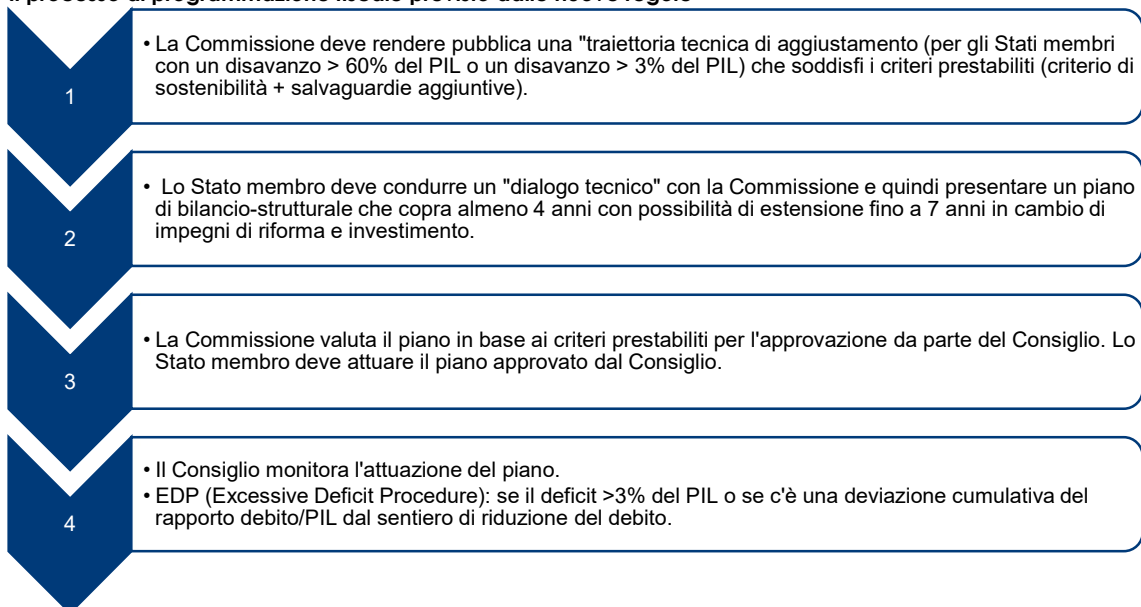
Le nuove regole non cambiano significativamente la traiettoria fiscale prevista per i paesi in EDP, come sarà il caso di Italia e Francia dal prossimo anno: sarà necessaria una correzione strutturale di 0,5% del PIL, eventualmente ridotta dai fattori mitiganti previsti per il periodo transitorio. La preoccupazione principale dei ministri che hanno negoziato l'accordo non è stata quella di disegnare delle regole sostenibili nel lungo termine ma di garantirsi il massimo spazio fiscale possibile prima delle prossime elezioni (o, nel caso del ministro Lindner, di apparire rigoroso nei confronti dei paesi ad alto debito di fronte al proprio elettorato di riferimento). Nel complesso, lo sforzo fiscale del biennio 2025-26 potrebbe risultare minore di quello ipotizzato dal Governo nella NADEF.

L'intensità della correzione successiva dipenderà dalla durata del periodo di aggiustamento, ma è probabile che per l'Italia quest'ultimo sia pari a 7 anni. Da un primo calcolo approssimativo, assumendo il deficit sia riportato sotto il 3% entro il 2026, servirà un avanzo primario pari al 2,2% del PIL per conseguire una riduzione media del rapporto debito/PIL di 1% all'anno, se il PIL nominale cresce del 2,5% annuo e il costo medio del debito è in media del 3,4%. La correzione fiscale cumulata rispetto alla situazione di bilancio del 2023 è pari a 3,7% del PIL: il deficit dovrà essere portato e mantenuto a non più di 60 miliardi di euro, rispetto ai 109 mld del 2023. Ipotesi meno favorevoli sulla crescita o sulla situazione fiscale del 2026 implicano che l'aggiustamento necessario a ridurre il debito dell'1% all'anno in media siano anche superiori.

L'aspetto positivo della riforma è che si fa un mezzo passo nella direzione di un meccanismo basato sull'analisi di sostenibilità del debito, che potrebbe portare a percorsi di aggiustamento più credibili e condivisi. L'aspetto negativo è che dei parametri quantitativi standardizzati sono stati comunque reintrodotti dalla finestra, rendendo le regole più complesse.

Non è chiaro se le nuove regole saranno in grado di garantire politiche fiscali compatibili con la sostenibilità del debito e, allo stesso tempo, a incoraggiare le riforme necessarie a gestire le molte sfide di medio/lungo termine (invecchiamento della popolazione, l'adattamento climatico, la transizione energetica, la transizione digitale e le accresciute necessità di difesa). Il negoziato ha messo in luce che diversi governi sono concentrati su obiettivi di breve termine, connessi alle scadenze elettorali e a esigenze di preservazione del consenso. Il sistema di regole viene visto non come un elemento di stabilità ma piuttosto come una rete di vincoli che bisogna trovare il modo di aggirare o disinnescare al fine di perseguire obiettivi contingenti. D'altro canto, è dubbio che tali processi di trasformazione sarebbero gestibili soltanto con una maggiore flessibilità di bilancio a livello nazionale, considerata la grande differenza di capacità fiscale tra Stati membri dovuta alle condizioni di partenza.

Il primo test del nuovo patto di stabilità e crescita avverrà quando Commissione e Stati membri negozieranno i primi piani strutturali di bilancio. Tuttavia, sarà soltanto con l'attuazione dei piani che si potrà verificare se la riforma è stata efficace.

Il processo di programmazione fiscale previsto dalle nuove regole

Fonte: nostre elaborazioni su documenti della Commissione Europea

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 S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-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 S.p.A. 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

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Aniello Dell'Anno
Andrea Volpi
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
simone.zava@intesasnpaolo.com