

Focus Area Euro

In vigore la riforma del patto di stabilità e crescita

7 maggio 2024

Il nuovo Patto di Stabilità e Crescita è appena entrato in vigore. Le nuove regole sono più accomodanti e realistiche rispetto alle precedenti, ma ciò non toglie che i paesi ad alto debito dovranno comunque conseguire e mantenere significativi avanzi primari di bilancio. I primi piani fiscali saranno consegnati entro il 20 settembre.

Research Department

- Il 29 aprile, il Consiglio ha dato il via libera definitivo alla **riforma del patto di stabilità e crescita** (*Stability and Growth Pact, SGP* nel seguito), che è **entrata in vigore il 30 aprile**. Il nuovo quadro di regole potrà quindi entrare in vigore in tempo per il prossimo ciclo di budget 2025.
- L'accordo preserva in gran parte l'impianto della proposta originaria della Commissione Europea del novembre 2022, che basava i percorsi di risanamento fiscale su un'analisi di sostenibilità del debito e sull'elaborazione di piani specifici per ogni Stato membro.
- Ciascun paese dovrà elaborare **piani fiscali a 4 o 5 anni** e avrà un periodo di aggiustamento di 4 anni (estendibili a 7 a fronte di piani di riforma strutturale). Alla fine del periodo, il debito deve essere calato e il deficit deve essere inferiore al 3%. **I primi piani fiscali saranno presentati dai governi entro il 20 settembre 2024**.
- Diversamente dalla proposta iniziale, sono previste delle **soglie minime di riduzione di deficit e debito uguali per tutti**. Si richiede che il calo del debito sia mediamente superiore all'1% annuo per i paesi con debito oltre il 90% del PIL e che il deficit strutturale non superi l'1,5%, fissando un percorso di riduzione (0,25% all'anno per periodi di aggiustamento di 7 anni, 0,4% per piani quadriennali).
- **Procedura contro i disavanzi eccessivi (EDP)**: per i paesi dichiarati in deficit eccessivo cambia poco: l'aggiustamento strutturale minimo è pari a 0,5% del PIL. Se la procedura viene attivata a causa di un debito eccessivo, invece, la correzione deve garantire il rientro alla traiettoria di riduzione del debito e può richiedere aggiustamenti maggiori. Tuttavia, sono previste mitigazioni nel periodo 2024-27.
- Rispetto al vecchio patto di stabilità le nuove regole sono più credibili, flessibili e attuabili. Problemi: (1) gli incentivi a favore di riforme e investimenti restano ancora modesti; (2) resta potenzialmente un bias deflattivo, anche se mitigato rispetto al vecchio SGP; (3) è discutibile che le regole siano diventate più semplici.
- **Implicazioni per l'Italia**: a giugno, l'Italia (insieme ad altri Paesi) sarà messa nella procedura per deficit eccessivo sulla base del criterio del disavanzo, che comporterà una riduzione minima del deficit strutturale pari a 0,5% per anno. L'aggiustamento richiesto fino al 2026, perciò, non dovrebbe essere superiore a quello già previsto nel DEF (3,2% nel 2024, 0,5% nel 2025 e 0,6% nel 2026), anche se residua qualche dubbio in quanto tale percorso non garantirebbe la riduzione del rapporto debito/PIL. In seguito, però, per ridurre il debito l'Italia dovrà portare l'avanzo primario al 2,5-3,5% del PIL da livelli che nel 2024 saranno ancora negativi (-0,9%) una volta corretti per la situazione ciclica. Le regole sono più blande di quelle precedenti.

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Questo Focus aggiorna la precedente nota pubblicata il 22 dicembre 2023: "Alla fine, una riforma pasticciata per il patto di stabilità", Macro Rapid Response.

Il processo di riforma

Il 29 aprile, il Consiglio dell'UE ha approvato la riforma delle regole fiscali europee, e in particolare del patto di stabilità e crescita (**PSC**, o **SGP** nell'acronimo inglese: *Stability and Growth Pact*), che ne ha consentito l'entrata in vigore dal giorno successivo¹.

Ricordiamo che la Commissione Europea aveva presentato la sua proposta di riforma nell'aprile 2023. L'obiettivo iniziale, che è stato mancato, era quello di giungere all'approvazione entro la fine del 2023, in modo da iniziare nel 2024 (anno in cui cessa la sospensione delle regole fiscali decisa per le crisi pandemica ed energetica) con le nuove regole. I ministri dell'economia e delle finanze dell'UE avevano trovato un accordo politico di compromesso che mediava fra le posizioni contrapposte degli Stati membri soltanto il 20 dicembre 2023. L'accordo politico è stato poi negoziato con Parlamento Europeo e Commissione per giungere alla convergenza finale su un dispositivo normativo condiviso. Il Parlamento Europeo ha approvato la proposta il 23 aprile.

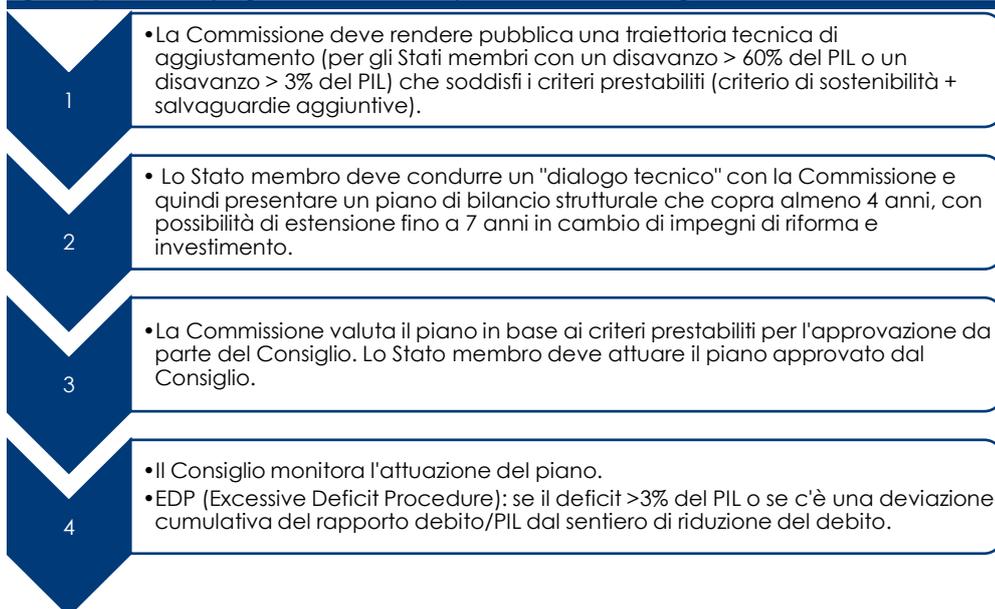
I contenuti della riforma

L'accordo preserva i punti fondamentali della proposta della Commissione, ma vincolando maggiormente i percorsi di aggiustamento definiti da Commissione e Stati.

(a) Il nuovo processo di programmazione fiscale

Il processo proposto dalla Commissione e sostanzialmente recepito dal Consiglio è descritto dalla figura 1.

Fig. 1 - Il processo di programmazione fiscale previsto dalle nuove regole



Fonte: nostre elaborazioni su documenti della Commissione Europea

Per i paesi non soggetti alla procedura di disavanzo eccessivo (EDP) è previsto un **periodo di aggiustamento di 4-7 anni**. Come nella proposta originaria della Commissione, il periodo previsto

¹ La riforma include tre provvedimenti: (1) [Regolamento \(UE\) 2024/1264 del Consiglio recante modifica del regolamento \(CE\) n. 1467/97 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi](#); (2) [Regolamento \(UE\) 2024/1263 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo al coordinamento efficace delle politiche economiche e alla sorveglianza di bilancio multilaterale e che abroga il regolamento \(CE\) n. 1466/97](#); (3) [Direttiva \(UE\) 2024/1265 del Consiglio recante modifica della direttiva 2011/85/UE relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri](#).

è di 4 anni, che possono essere estesi a 7 anni in cambio di impegni di riforme e investimenti. 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, spesa in programmi UE totalmente coperta da fondi UE, spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dall'UE ("**spesa netta**").

Il piano di aggiustamento ("**piano nazionale strutturale di bilancio**") dovrà essere presentato dagli Stati membri entro il 30 aprile dell'anno precedente la fine del piano in corso; nel primo anno di applicazione (2024), la scadenza è fissata al 20 settembre. La durata dei piani sarà di 4 o 5 anni, allineata con la durata della legislatura nazionale. Infatti, è previsto che un nuovo governo possa decidere di proporre un nuovo piano di aggiustamento.

(a) I requisiti dei piani fiscali

La riforma si basa su due principi:

- **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 dalla soglia del 3% per il rapporto deficit/PIL.

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

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

- 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, un tasso di decremento che scende a 0,5% per gli Stati con debito <90% del PIL ma >60%.
- **Alla fine del percorso, inoltre, il deficit deve essere inferiore al 3% del PIL** (e deve restare tale anche oltre l'orizzonte temporale del piano senza dover ipotizzare nuove correzioni di bilancio, cioè a legislazione invariata).
- Inoltre, 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) ².
- Inoltre, 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 precedenti. Tale limite non era previsto nella proposta della Commissione, che affidava la definizione del livello di deficit alla DSA. Tale requisito potrebbe richiedere un avanzo primario potenzialmente superiore a quello richiesto per far scendere il debito dell'1% all'anno.
- 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% a fronte di un piano concordato di riforme e

² V art. 6 del Regolamento (UE) 2024/1263). Se il debito è <60%, ovviamente, non è previsto alcun piano di riduzione.

investimenti (fermo restando l'obbligo di riduzione del rapporto debito/PIL nel corso del periodo di aggiustamento)³.

Come cambia la procedura contro i disavanzi eccessivi

Nelle nuove regole, sono previste **due forme di procedura contro i disavanzi eccessivi** (braccio correttivo delle regole fiscali): **per deficit** (che non cambia rispetto a quella attuale) e **per debito** (che invece registra modifiche importanti). La EDP (Excessive Deficit Procedure) 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.

La **deviazione massima tollerata** dal percorso previsto dal piano fiscale è pari allo **0,3% del PIL (0,6% cumulata)**: se supera tali soglie, scatta la **EDP per debito eccessivo**. In pratica, se la deviazione puntuale non supera mai lo 0,3% annuo, la EDP viene avviata soltanto dal quarto anno del piano (cioè al terzo anno di violazione certificata). Nella EDP per debito eccessivo non ci sono parametri prefissati di riduzione del deficit: il debito deve essere ricondotto alla traiettoria di riduzione prevista.

Nel caso di applicazione della **EDP per deficit eccessivo**, la **correzione minima richiesta** (calcolata sul saldo strutturale) sarà pari allo **0,5% del PIL, esattamente come previsto dal precedente SGP, e dovrà essere coerente con il ritorno del deficit al 3% del PIL entro una scadenza fissata dal Consiglio**.

Inoltre, l'accordo prevede un **periodo transitorio** (2025-27) durante il quale saranno applicati dalla Commissione fattori mitiganti (aumento del deficit legato alla spesa per interessi) alla traiettoria di correzione proposta⁴. Fino al 2027, la soglia di 0,5% si applica al saldo primario strutturale e non al saldo complessivo, il che implica uno "sconto" di 0,1-0,2%, essendo i prossimi anni contraddistinti da aumento della spesa per interessi. Se un paese è sottoposto a EDP per deficit (non per debito) non si applica la regola di riduzione del debito, che torna a essere stringente dopo l'uscita dalla EDP⁵.

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).

La transizione alle nuove regole per l'Italia

Le nuove regole **non cambiano significativamente la traiettoria fiscale prevista per i paesi in EDP**, come sarà il caso di Italia e Francia dal giugno 2024⁶: sarà necessaria una correzione strutturale pari allo 0,5% del PIL. Tale soglia sarà eventualmente ridotta dai **fattori mitiganti previsti per il periodo transitorio** e aumentata per garantire che il deficit cali sotto il 3% in tempi ragionevoli e che, alla fine dell'EDP, l'avanzo primario sia coerente con una riduzione del debito di almeno un punto percentuale all'anno. Un altro margine di flessibilità è costituito dalla possibilità di deviare

³ Il Regolamento (UE) 2024/1263 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.

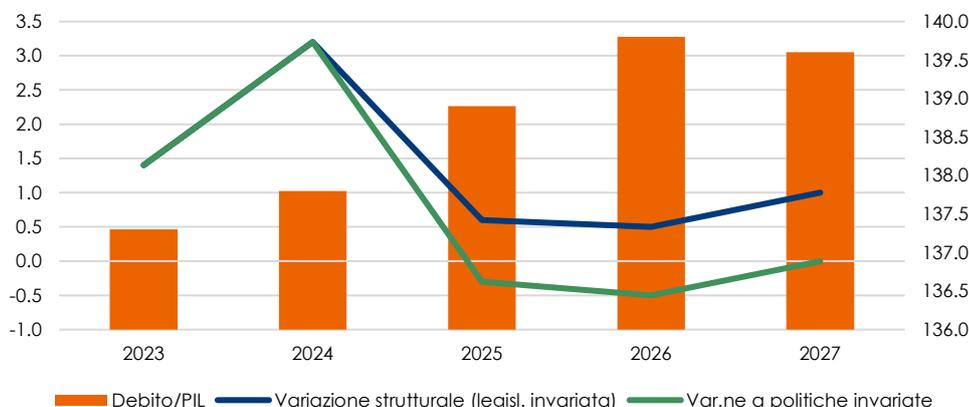
⁴ Si veda il punto 23 nel preambolo del Regolamento (UE) 2024/1264.

⁵ Secondo l'art. 7.2 del Regolamento (UE) 2024/1263, 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.

⁶ L'Italia ha registrato nel 2023 un deficit pari al 7,4% del PIL; inoltre, il deficit resterà superiore al 3% del PIL anche nel biennio 2024-25 (e pure nel 2026 a politiche invariate); infine, il debito è sì calato nel 2023, ma è previsto di nuovo in aumento dal 2024. Né vi è una situazione economica eccezionale che giustifichi un deficit elevato.

da un percorso di aggiustamento lineare nei limiti delle risorse dedicate a progetti finanziati con prestiti RRF o alle risorse interne dedicate ad altri progetti cofinanziati dall'UE.

Fig. 2 - Nonostante un DEF coerente con la EDP, il debito salirebbe ugualmente nel triennio 2025-27



Fonte: MEF, Documento di Economia e Finanza 2024, tavola I.2, tavola I.4 ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel complesso, assumendo come validi i numeri a legislazione invariata, **lo sforzo fiscale del biennio 2025-26 dovrebbe essere circa pari a quello ipotizzato dal Governo nel DEF**. In tale scenario, infatti, il deficit strutturale si riduce di 3,2 punti percentuali nel 2024, di 0,6 nel 2025, di 0,5 nel 2026 e 1,0 nel 2027 (primo anno con deficit sotto il 3% del PIL). Tuttavia, ci sono tre possibili problemi:

- secondo le stesse stime del MEF, **la correzione è largamente insufficiente a politiche invariate**, cioè assumendo la proroga delle misure di agevolazione fiscale esistenti (sgravi contributivi, accorpamento primi due scaglioni IRPEF, altre spese indifferibili).
- L'UE aveva assegnato un limite di 1,3% alla crescita della spesa primaria netta nel 2024. Il DEF assume implicitamente un aumento del 5,4% rispetto alla base considerata dalla Commissione, anche se la variazione rispetto ai dati rivisti è di -2,6%.
- Inoltre, si noti che il caso italiano fa emergere una prima incongruenza tra la procedura EDP e l'obiettivo di conseguire una riduzione del debito nell'orizzonte del piano: **la riduzione minima prevista dalla EDP è insufficiente a evitare un aumento del rapporto debito/PIL**, che nelle proiezioni del MEF sale dal 137,3% del PIL al 139,6% tra 2023 e 2027. Anche l'UPB stima una probabilità di riduzione del rapporto debito/PIL del 40% nel 2024, quasi nulla nel 2025-26 e del 40% nel 2027⁷, circostanza che suggerirebbe la necessità di una politica fiscale più restrittiva – anche considerando la situazione ciclica solida. Come suggerito da Marco Buti e Marcello Messori, la Commissione per l'abrogazione della EDP dovrebbe chiedere traiettorie di disavanzo coerenti con la sostenibilità del debito nel medio termine, mentre gli Stati membri dovrebbero rinunciare alla flessibilità⁸.

L'entità della correzione successiva dipenderà dalla durata del periodo di aggiustamento, ma è probabile che per l'Italia quest'ultimo sia pari a sette anni.

Ci pare di poter dire che, **per un paese ad alto debito come l'Italia, le nuove regole rappresentano un significativo ammorbidimento rispetto al regime precedente**. Il grafico sottostante (Fig. 3) riporta una simulazione che ipotizza una correzione minima di 0,5% fino al 2028,

⁷ Audizione della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'attività conoscitiva preliminare all'esame del Documento di economia e finanza 2024, 22 aprile 2024, fig. 3.9.

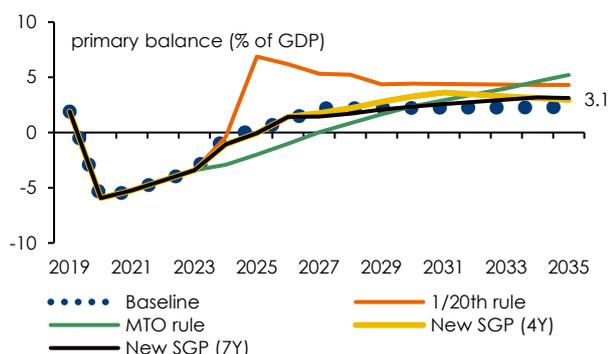
⁸ Marco Buti e Marcello Messori: "Debito e nuovo patto di stabilità", *Il sole 24 ore*, 5 maggio 2024.

seguita poi da ulteriori aggiustamenti tali da conseguire una riduzione minima del rapporto debito/PIL di 1% all'anno, applicata linearmente. Come si può notare, teoricamente la riduzione del debito conseguibile con l'applicazione delle nuove regole è modesta rispetto a quella derivante dal conseguimento del pareggio di bilancio strutturale nel medio termine (MTO) o dalla regola di riduzione di 1/20 all'anno dell'eccesso rispetto al 60%. In particolare, se la correzione fosse quella minima prevista dalla EDP, il rapporto debito/PIL salirebbe di quasi 7 punti percentuali nei prossimi 5 anni. In pratica, lo stesso governo italiano ha indicato che la correzione sarà ben maggiore nel 2024 (3,2 punti percentuali), ed è improbabile che l'UE proponga un percorso di aggiustamento più blando. Inoltre, la regola del ventesimo, che implica una correzione istantanea di 6,5 punti percentuali nel 2025, avrebbe avuto ripercussioni negative sul sentiero di crescita del PIL nel breve termine, risultanti in minore riduzione del debito e scarsa fattibilità politica.

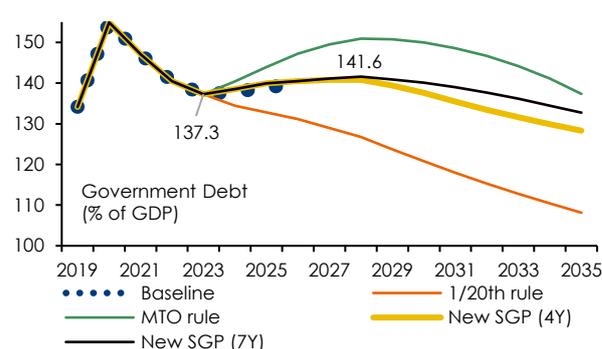
Assumendo che il deficit sia riportato sotto il 3% entro il 2026, **nel lungo termine servirà un avanzo primario pari a 3,0-3,2% del PIL per conseguire la riduzione media del rapporto debito/PIL di 1% all'anno e rispettare la regola di salvaguardia sul deficit strutturale** (che deve essere pari a 1,5%)⁹. In tale scenario, dopo l'aumento del periodo 2024-28, il debito inizia a calare in rapporto al PIL. Dal 2034 la regola di salvaguardia sul deficit inizia a essere quella più stringente, impedendo la riduzione dell'avanzo primario che, invece, la regola di riduzione del debito consentirebbe. In effetti, il rapporto debito/PIL cala in media di 1,5 punti percentuali all'anno tra 2035 e 2045.

Fig. 3 - Simulazione dell'effetto della riforma sulle traiettorie di finanza pubblica dell'Italia (ipotizzando pieno rispetto delle regole)

[a] Saldo primario



[b] Rapporto debito/PIL



Nota: per le nuove regole, si ipotizza prima una correzione di 0,5% annua, poi (dal 2029) la correzione minima media necessaria a conseguire la riduzione di 1% del rapporto debito/PIL, oltre alla convergenza del deficit strutturale a 1,5%. La crescita potenziale del PIL dopo il 2027 è pari a 0,6%; il deflatore del PIL aumenta di 2% all'anno; il costo medio del debito è stabile a 3,5%. La simulazione ipotizza un output gap nullo nel lungo termine, con graduale chiusura fra 2027 e 2033 e un contributo della componente stock-flow costante a 0,3% del PIL. Fonte: elaborazioni Research Department Intesa Sanpaolo a partire dal DEF 2024 a legislazione invariata

La simulazione è molto sensibile alle ipotesi su crescita e tassi di interesse. Se il costo medio del debito converge a livelli più alti di 50pb (4,0% invece che 3,5% dal 2035), il saldo primario necessario per rispettare lo SGP sale al 3,7-3,8% nel 2035 e poi cala verso il 3,0% (non il 2,5%).

L'Ufficio Parlamentare di Bilancio ha svolto recentemente simulazioni analoghe¹⁰. L'UPB assume una correzione strutturale di 0,5-0,6% all'anno tra il 2025 e il 2031, chiudendo la EDP nel 2028 o nel 2029 a seconda delle ipotesi sul trend di crescita, con una riduzione media annua del debito di 1,2-1,4% a seconda degli scenari. Il mantenimento del deficit strutturale all'1,5% del PIL richiederebbe correzioni negli anni seguenti, ma inferiori. Secondo l'UPB, l'avanzo primario

⁹ Jeromin Zettelmeyer stima il requisito per l'Italia al 4% del PIL (<https://www.bruegel.org/first-glance/assessing-ecofin-compromise-fiscal-rules-reform>), sulla base di ipotesi più sfavorevoli.

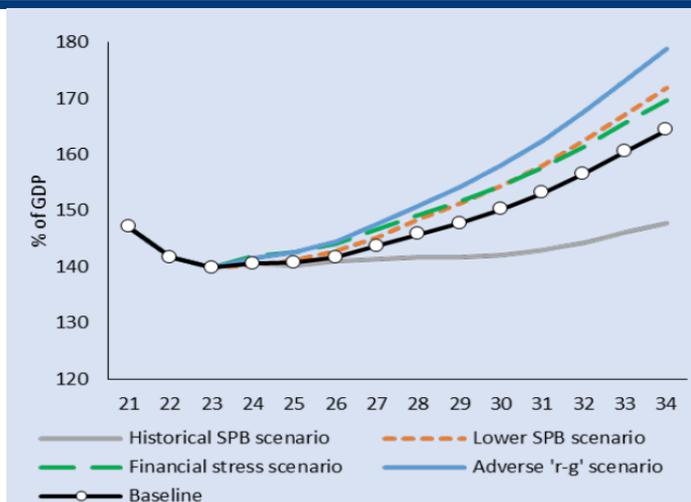
¹⁰ Cit., p. 73 e ss. L'UPB considera due scenari, il primo con crescita media annua reale di 1,1% e il secondo con crescita media di 0,7%. L'inflazione converge al 2% e i tassi di interesse convergono a 1,9% (BOT 6 mesi) e 3,5% (BTP decennale). L'aggiustamento stock-flussi è fissato al valore costante di 0,3%.

dovrebbe essere portato al 2,9-3,0% nell'arco dei prossimi dieci anni¹¹ (livelli non lontani da quelli da noi stimati in modo indipendente e sulla base di ipotesi in parte diverse).

La necessità di interventi importanti sui flussi di bilancio è evidenziata anche dalle simulazioni della Commissione Europea a politiche invariate, che mostrano **elevati rischi per la sostenibilità di medio termine del debito pubblico italiano** (Fig. 4). A politiche invariate, infatti, il saldo primario resta negativo e si instaura un circolo vizioso tra aumento del debito e aumento della spesa per interessi, per effetto della quale il debito sale al 164% del PIL entro il 2034¹². Negli scenari stocastici, la probabilità che nel 2028 il debito superi il livello del 2023 è stimata al 68%. **La stabilizzazione del debito richiederà il ripristino dell'avanzo primario a livelli almeno pari a quelli dei 15 anni precedenti. Misure una tantum di riduzione del debito mediante dismissioni di attivi potrebbero rallentare il processo, ma non sarebbero in grado di bloccarlo.**

Le proiezioni tengono conto dell'**impatto dell'invecchiamento demografico sui conti pubblici**, le cui stime vengono aggiornate ogni tre anni. L'*Ageing Report 2024* stima che nel 2045 la spesa legata all'invecchiamento sarà pari al 28% del PIL, contro il 27,3% del 2022, calando poi nei decenni seguenti: il calo della spesa in istruzione compenserà soltanto in parte i maggiori esborsi per pensioni, sanità pubblica e assistenza a lungo termine. In particolare, il divario tra contributi e pensioni erogate è previsto aumentare dal -4,7% del PIL (2022) a -5,3% nel 2045, con un picco di -6% nel 2036. Dopo la Bulgaria, **l'Italia è il paese dell'UE con il maggiore squilibrio nei flussi previdenziali**: la media UE è di -1,6% del PIL, con Germania a -0,3%, Francia a -3,3% e Spagna a -0,2%.

Fig. 4 - L'Italia necessiterà di una significativa correzione dei conti per ridurre il rapporto debito/PIL nel prossimo decennio



Nota: "historical SPB scenario": graduale convergenza del saldo primario strutturale (SPB) alla media storica dei precedenti 15 anni; "adverse r-g scenario": differenza tra tassi di interesse e crescita del PIL superiore di 1pp rispetto allo scenario base; "lower SPB scenario": SPB inferiore in modo permanente rispetto ai livelli del 2024; "financial stress scenario": incremento temporaneo dei tassi di 240pb nel 2024. Fonte: European Commission, In-depth Review 2024 – Italy, graph 2.1

¹¹ *Cit.*, p. 78.

¹² La simulazione della Commissione Europea assume una crescita media annua reale di 0,4% e un disavanzo primario di 1.1% nel 2028, in graduale aumento a 1,7% nel 2034. La spesa per interessi sale progressivamente dal 4,2% al 7,2% del PIL. Si veda: European Commission, *Debt Sustainability Monitor 2023*.

La riforma non scioglie tutti i nodi della governance economica europea

Come mostra il paragrafo precedente, anche se sfidante per un paese ad alto debito come l'Italia, il nuovo SGP prevede ritmi di riduzione del debito più ragionevoli rispetto alle vecchie regole, è più coerente con l'esigenza di garantire la sostenibilità del debito (invece che il rispetto di livelli numerici definiti in contesti storici diversi e non più attuali) e garantisce maggiore flessibilità nella definizione dei percorsi di aggiustamento. Perciò, dovrebbe anche essere **meno prociclico rispetto al vecchio patto di stabilità e crescita**.

Tuttavia, **non è chiaro se le nuove regole saranno in grado di garantire politiche fiscali compatibili con la sostenibilità del debito¹³ e, allo stesso tempo, incoraggiare le riforme e gli investimenti necessari a gestire le molte sfide di medio/lungo termine** (invecchiamento della popolazione, adattamento climatico, transizione energetica, transizione digitale, accresciute necessità di difesa). Quello che è certo è che il meccanismo incentiva poco gli investimenti strutturali¹⁴.

D'altronde, il negoziato ha messo in luce che molti governi sono concentrati su obiettivi di breve termine, connessi alle scadenze elettorali e a esigenze di preservazione del consenso. Le regole fiscali sono viste 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 con una maggiore flessibilità di bilancio a livello nazionale, considerata la grande differenza di capacità fiscale tra Stati membri dovuta alle condizioni di partenza. **L'unico approccio compatibile con la sostenibilità dell'Unione Europea passa attraverso il trasferimento di capacità fiscale dagli Stati all'Unione Europea per finanziare centralmente la fornitura di beni pubblici europei**, cioè beni pubblici puri o misti che producono significative esternalità attraverso i confini degli Stati membri, che sono legati alle priorità strategiche dell'UE e sono di beneficio all'Unione nel suo complesso¹⁵. Tuttavia, **questo aspetto non è neppure sfiorato dalla riforma del patto di stabilità**.

Infine, **la riforma non rappresenta una "semplificazione" delle regole che, anzi, potrebbero essere più difficili da interpretare nelle loro conseguenze rispetto alle precedenti**. Per ridurre il problema, è importante che le analisi di sostenibilità e i piani fiscali siano caratterizzati da elevati livelli di trasparenza, che siano rapidamente adattati per tener conto della divergenza tra gli andamenti effettivi dell'economia e le ipotesi originarie e che sia comunque fornita un'informazione tempestiva sugli stati di avanzamento.

¹³ Anche secondo Fitch Ratings, "non è chiaro che la proposta di riforma [...] migliori il rispetto delle regole, e che alla fine aiuti a rafforzare i saldi primari". Fitch Wire, "[Effectiveness of the EU's redesigned fiscal rules remains uncertain](#)", 23 January 2024.

¹⁴ V. Zettelmeyer in "[Assessing the Ecofin compromise on fiscal rules reform](#)", Bruegel, 21 December 2023. L'unico incentivo, peraltro non marginale, è la possibilità di estendere il periodo di aggiustamento da 4 a 7 anni. Però sarebbe stato opportuno escludere le spese per investimenti connesse alle priorità dell'UE dalle clausole di salvaguardia. Invece, non avrebbe senso escluderle dall'analisi di sostenibilità.

¹⁵ M. Buti, A. Colocci, M. Messori: "[European public goods](#)", VoxEU, 9 June 2023.

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 da Research Department 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com