

COMMISSIONE V
BILANCIO, TESORO E PROGRAMMAZIONE
RESOCONTO STENOGRAFICO

AUDIZIONE

8.

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 16 MARZO 2022

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **FABIO MELILLI**

INDI

DEL VICEPRESIDENTE **GIORGIO LOVECCHIO**

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:		Lovecchio Giorgio, <i>presidente</i>	13, 16
Melilli Fabio, <i>presidente</i>	3	Borghesi Claudio (Lega)	11
Audizione della presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio, Lilia Cavallari, nell'ambito dell'esame della Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle regioni – L'economia dell'UE dopo la COVID-19: implicazioni per la <i>governance</i> economica (COM(2021)662 final) (ai sensi dell'articolo 18, comma 2, della legge 24 dicembre 2012, n. 243):		Cavallari Lilia, <i>presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio</i>	3, 13
Melilli Fabio, <i>presidente</i>	3	Fassina Stefano (LeU)	9
		Gallo Luigi (M5S)	11
		Lovecchio Giorgio (M5S)	9
		Pettarin Guido Germano (CI)	12
		<i>ALLEGATO: Documentazione presentata dalla presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio, Lilia Cavallari</i>	17

N. B. Sigle dei gruppi parlamentari: MoVimento 5 Stelle: M5S; Lega - Salvini Premier: Lega; Partito Democratico: PD; Forza Italia - Berlusconi Presidente: FI; Fratelli d'Italia: FdI; Italia Viva: IV; Coraggio Italia: CI; Liberi e Uguali: LeU; Misto: Misto; Misto-Alternativa: Misto-A; Misto-MAIE-PSI-Facciamoeco: Misto-MAIE-PSI-FE; Misto-Azione-+Europa-Radicali Italiani: Misto-A-+E-RI; Misto-Centro Democratico: Misto-CD; Misto-Noi con l'Italia-USEI-Rinascimento ADC: Misto-Nci-USEI-R-AC; Misto-Europa Verde-Verdi Europei: Misto-EV-VE; Misto-Manifesta, Potere al Popolo, Partito della Rifondazione Comunista - Sinistra Europea: Misto-M-PP-RCSE; Misto-Minoranze Linguistiche: Misto-Min.Ling.

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
FABIO MELILLI

La seduta comincia alle 14.55.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso la trasmissione diretta sulla *web-tv* della Camera dei deputati e la trasmissione televisiva differita sul canale satellitare della Camera dei deputati.

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

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione della presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB), Lilia Cavallari, nell'ambito dell'esame della Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni – L'economia dell'Ue (Unione europea) dopo il COVID-19: implicazioni per la *governance* economica.

Do il benvenuto alla presidente, professoressa Lilia Cavallari, ai componenti del Consiglio, la professoressa Valeria De Bonis e il professor Giampaolo Arachi, e al direttore del Servizio finanza pubblica del-

l'Ufficio parlamentare di bilancio, il dottor Flavio Padrini. È la prima volta che ci incontriamo formalmente in Commissione, quindi l'augurio è almeno doppio. Se non ci sono obiezioni sull'attivazione della *web-tv*, darei la parola alla presidente Cavallari.

LILIA CAVALLARI, *presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio*. Grazie, Presidente, e grazie per l'introduzione. Grazie a tutti, buonasera. Grazie per il benvenuto al Consiglio. In questa audizione mi concentrerò anzitutto su un aspetto della *governance* europea che riguarda in particolare le regole fiscali, quindi sul Patto di stabilità e crescita e sull'idea di rivedere e di riformare il Patto.

Come sapete, il Patto di stabilità e crescita è temporaneamente sospeso per effetto della clausola di salvaguardia. Ciò ha consentito un orientamento fortemente espansivo delle politiche di bilancio sia a livello nazionale sia a livello europeo che, insieme al *Next Generation EU* e ad un orientamento estremamente espansivo della politica monetaria, ha consentito di attenuare gli effetti della crisi pandemica. Le regole di bilancio potranno essere e saranno riattivate e di questo si sta discutendo. La Commissione ancora non si è espressa definitivamente e, viste le condizioni, deciderà probabilmente in primavera, quindi a breve, se le regole verranno riattivate nel 2023. Ad ogni modo, la riattivazione delle regole sarà probabilmente accompagnata da una revisione delle regole del Patto di stabilità ed è su questo che vorrei concentrare l'attenzione.

Le regole sono necessarie per raggiungere un obiettivo: mantenere la finanza pubblica su un sentiero sostenibile. Tanto più in un'unione monetaria, dove le politiche di bilancio sono gestite a livello nazionale, mentre la politica monetaria è gestita

a livello sovranazionale, le regole sono necessarie per contenere gli effetti di esternalità e gli effetti negativi sugli altri Paesi membri e sull'Unione nel suo complesso. Gli effetti possono riguardare l'innalzamento dei costi di finanziamento, la stabilità monetaria e finanziaria e la vulnerabilità della finanza pubblica che può restringere gli spazi di manovra e quindi la capacità di intervento a fronte di condizioni cicliche sfavorevoli e a fronte di condizioni di crisi.

Dove siamo in questo momento? Come sapete, i livelli di debito sono fortemente aumentati in tutti i Paesi e a livello dell'Unione europea. Se guardate anche la figura a pagina 8, il livello di debito medio si attesta intorno al 100 per cento, quindi questo incremento che si era già verificato dopo le crisi finanziarie a partire dal 2007, si è ulteriormente rafforzato dopo la crisi pandemica. Il nostro Paese, come sapete, oggi ha un livello di debito intorno al 150 per cento del PIL. Quindi debiti elevati, soprattutto debiti crescenti in rapporto al PIL, non possono essere mantenuti per un tempo indefinito.

Prima di passare ai principali elementi della revisione delle regole, vorrei dare uno sguardo al modo in cui queste regole hanno funzionato, facendo un piccolo passo indietro all'esperienza che ci viene da questi anni.

Le regole del Patto hanno mostrato alcune criticità, la più evidente delle quali è la prociclicità, cioè il fatto che la regola rafforza il consolidamento fiscale, quindi favorisce una politica fiscale restrittiva in condizioni cicliche sfavorevoli e, viceversa, non offre incentivi a consolidare i bilanci pubblici in condizioni cicliche favorevoli. Chiaramente esiste una flessibilità nell'interpretazione delle regole che ha proprio il compito di attenuare o di evitare una politica fortemente prociclica.

Se guardate la figura a pagina 10, trovate la variazione del saldo primario strutturale, rappresentata dalle barre, e l'*output gap*, ovvero la differenza tra il prodotto effettivo e il prodotto potenziale, quindi una misura della situazione ciclica. Come vedete, c'è un'evidenza abbastanza forte di

prociclicità della politica fiscale italiana. Ad esempio, se guardate il dato degli anni Duemila, negli anni dal 2000 al 2004 abbiamo un saldo primario strutturale negativo, addirittura nel 2000 nell'ordine del 3 per cento del PIL, laddove l'*output gap* è positivo, quindi l'economia sta crescendo più del potenziale in condizioni cicliche favorevoli e l'orientamento della politica fiscale è restrittivo. Viceversa, se vi spostate al periodo delle guerre e delle crisi del debito, quindi dal 2010 al 2013, dove l'*output gap* è negativo, la linea è sotto lo zero, c'è addirittura una forte recessione ma l'orientamento fiscale è restrittivo, quindi facciamo un avanzo primario strutturale.

Le regole hanno funzionato in maniera prociclica, ma la prociclicità è un problema, perché aumenta le fluttuazioni dell'economia e allontana sempre di più il reddito e l'occupazione dai loro livelli tendenziali.

Tale prociclicità è diminuita in tempi più recenti anche in seguito alla comunicazione della Commissione che suggerisce flessibilità nel modulare le politiche di consolidamento di bilancio in base alle condizioni cicliche, tuttavia il problema rimane.

Il secondo elemento critico nell'applicazione delle regole riguarda una scarsa attenzione alla composizione del consolidamento fiscale, cioè alla composizione del bilancio. A tal riguardo il problema è la riduzione del livello degli investimenti rispetto alla spesa corrente. Ciò è piuttosto evidente anche nei dati. Se osservate la figura a pagina 12, sono rappresentati gli investimenti in rapporto al PIL dell'Italia, che è la linea rossa, la media europea e la media dell'area dell'euro, che sono le altre linee. Vedete che nei periodi di consolidamento fiscale si riduce la quota degli investimenti pubblici rispetto al PIL, che in Italia rimane largamente al di sotto della media europea.

Come vedremo tra poco nell'esercizio di simulazione che abbiamo fatto, ridurre gli investimenti può essere non auspicabile, perché questi costituiscono le componenti di bilancio che possono avere una maggiore ricaduta sul prodotto e sull'economia e, per

tale ragione, andrebbero in qualche misura tutelate.

I problemi nell'applicazione delle regole, ovvero la prociclicità e la scarsa tutela delle componenti di bilancio a maggiore impatto sul prodotto, hanno portato anche ad una applicazione molto flessibile delle regole e all'utilizzo anche di indicatori complessi. Altri due elementi che si sono dimostrati critici riguardano le modalità di monitoraggio del consolidamento e dell'avvicinamento agli obiettivi fiscali.

Non vi ripeto le regole del Patto, tuttavia esiste un braccio correttivo, che sono i famosi obiettivi sul debito e disavanzo, e un braccio preventivo che è piuttosto complicato, poiché prevede degli indicatori, un obiettivo di medio termine e un indicatore di spesa netta, per controllare la capacità di raggiungere gli obiettivi finali, quindi per controllare il sentiero di aggiustamento. Tali indicatori sono basati sul saldo strutturale, che, a sua volta, è basato chiaramente su una stima: strutturale significa al netto delle fluttuazioni cicliche e, per nettarla tale stima dalle fluttuazioni cicliche, occorre stimare la componente ciclica e la componente potenziale. Quindi esistono problemi di non immediata osservabilità e di stima di tali componenti. Tutto ciò ha portato ad un uso piuttosto flessibile delle regole e le insoddisfazioni che ne sono derivate sono la base di partenza per capire le prospettive di revisione, cioè dove vogliamo o dove si vuole andare e quali criticità si vogliono attuare. Esistono dei temi chiave, degli elementi rilevanti intorno ai quali si è sviluppato un dibattito anche motivato e sollecitato dalla Commissione stessa che ha richiesto studi, approfondimenti e discussioni sulla revisione e sulla riforma del Patto.

L'Ufficio Parlamentare di Bilancio ha fatto alcuni esercizi, se volete, molto semplici e molto meccanici per dare un'idea dell'impatto di questi elementi chiave. Il primo esercizio che trovate ipotizza di tutelare in qualche misura le forme di spesa pubblica e di investimenti che sono particolarmente produttive, cioè che hanno un impatto particolarmente elevato sul prodotto e, quindi, sulle prospettive di crescita

dell'economia nel medio termine: si tratta sostanzialmente, per usare un termine sintetico, di una qualche forma di *golden rule*. Diverse proposte condividono tale finalità di consentire una qualche forma di *golden rule* e, quindi, di permettere il ricorso al disavanzo e al debito per finanziare spese ad alto impatto sull'economia, per finanziare investimenti pubblici e per finanziare i beni pubblici europei.

L'esercizio stilizzato che abbiamo fatto consiste nel confrontare l'andamento del PIL e l'andamento del rapporto debito-PIL sotto tre scenari alternativi. Un primo scenario rappresenta le regole attuali: oggi la regola è sospesa, tuttavia l'Italia avrebbe un obiettivo di medio termine di realizzare un avanzo strutturale dello 0,5 per cento del PIL. Quindi il nostro scenario base è cosa accade all'andamento del PIL e al rapporto debito-PIL se, dal 2023 in poi, applichiamo una regola di riduzione e miglioramento del saldo strutturale di 0,5 punti percentuali all'anno. Tale ipotesi è rappresentata dalla linea blu unita che potete osservare a pagina 17.

In un secondo scenario, è previsto lo stesso aggiustamento del saldo strutturale, quindi il miglioramento dello 0,5 in più ogni anno, in aggiunta ad una clausola di salvaguardia che fa aumentare gli investimenti pubblici dello 0,5 per cento ogni anno. Tale scenario è rappresentato dalla linea blu tratteggiata.

Nel terzo scenario è previsto sempre lo stesso aggiustamento strutturale di bilancio, ma aumentano dello 0,5 per cento gli investimenti selettivi, cioè quelli che hanno un maggiore impatto, ossia un impatto moltiplicativo più alto, che noi abbiamo chiamato « investimenti pubblici in energia rinnovabile ». Per calcolare l'impatto di tali investimenti sul PIL abbiamo usato un moltiplicatore che viene da uno studio del Fondo monetario. La finalità sottesa al terzo scenario è tutelare investimenti che hanno un forte impatto sul reddito. Come vedete, il profilo del prodotto cambia decisamente, nel senso che, prevedendo una clausola che tuteli gli investimenti, l'impatto sul PIL è maggiore, quindi la crescita è più elevata anche di importi piuttosto

rilevanti nella simulazione. Con investimenti pubblici il PIL reale risulta più elevato del 3,8 per cento rispetto allo scenario di base e in quella con investimenti pubblici particolarmente produttivi è più elevato del 5,4 per cento.

Ciò che è interessante è la figura a pagina 18, che raffigura, in questi tre scenari, gli effetti sul rapporto tra debito pubblico e PIL. È possibile osservare che, concentrando l'aggiustamento di bilancio sulle componenti di spesa corrente e di entrate e tutelando viceversa gli investimenti, si riesce ad allentare in qualche misura la tensione tra l'obiettivo di consolidare il debito e l'obiettivo di stabilizzare l'economia, perché la maggiore crescita del prodotto permette di ridurre il rapporto debito-PIL.

Come potete vedere, nello scenario più favorevole, in cui si tutelano investimenti altamente produttivi e investimenti ad alto impatto moltiplicativo, il rapporto debito-PIL diminuisce di più rispetto allo scenario base. Se guardate l'anno 2030, la barra dello scenario con investimenti ad alto impatto moltiplicativo, che è quella grigio chiaro, la riduzione del rapporto debito-PIL è più o meno nell'ordine dell'11 per cento, che è ben maggiore di quella dello scenario base, dove siamo intorno all'8,6 per cento.

Qual è il messaggio che viene da questo semplice esercizio? Il messaggio è che la composizione del consolidamento fiscale conta e che quindi, nell'azione di consolidamento, è importante tutelare quelle componenti di bilancio che hanno un maggiore impatto sulla crescita. Li abbiamo chiamati investimenti, ma non necessariamente sono investimenti pubblici, nel senso che esistono dei problemi nell'applicazione di una *golden rule*, alcuni relativi alla classificazione delle spese delle componenti di bilancio e altri relativi all'individuazione di quali componenti scorporare. Li abbiamo chiamati investimenti, ma non è detto che siano necessariamente soltanto investimenti pubblici, perché esistono anche spese correnti che sono altamente produttive, così come non tutti gli investimenti pubblici sono altamente produttivi. L'applicazione di una regola del genere richiede comun-

que uno sforzo di classificazione e di individuazione delle componenti, tuttavia è abbastanza evidente il messaggio che, attraverso regole di questo tipo, è possibile allentare la tensione tra stabilità della finanza e stabilità macro, quindi crescita dell'economia.

Il secondo esercizio che abbiamo fatto ruota intorno ad un altro elemento cruciale nel dibattito, ovvero l'elemento riguardante l'obiettivo del debito, come definire l'obiettivo del debito in senso stretto, quindi a quale livello di debito si tende – 60 per cento oppure 100 per cento del PIL – e la velocità di avvicinamento a tale obiettivo. In questo caso l'esercizio che abbiamo fatto è stato confrontare tre scenari. Nello scenario base si applicano le regole sull'obiettivo e sulla velocità di aggiustamento, così come sono oggi. La regola attuale prevede un obiettivo di debito pari al 60 per cento del PIL e una velocità di aggiustamento pari a un ventesimo l'anno di riduzione della eccedenza rispetto al 60 per cento del PIL: ciò significa che tale rapporto deve ridursi del 5 per cento ogni anno. Questo è lo scenario base.

Gli scenari alternativi sono due. Nel primo scenario immaginiamo di mantenere comunque l'obiettivo del 60 per cento, ma di allungare i tempi di avvicinamento, quindi di pensare, per esempio, ad una riduzione pari ad un quarantesimo all'anno, raddoppiando l'orizzonte di convergenza; il secondo scenario, invece, mantiene il ritmo di un ventesimo all'anno, per raggiungere però un obiettivo più alto come, per esempio, il 100 per cento del rapporto debito-PIL che, più o meno, è il valore medio che si registra oggi.

Se osservate la figura a pagina 21, quella figura rappresenta qual è il saldo primario, ossia il saldo al netto della spesa di interessi, che è necessario per rispettare la regola del bilancio nei tre scenari che abbiamo considerato. Come vedete, nello scenario delle regole attuali, il saldo primario necessario in rapporto al PIL nel 2023 per realizzare la regola di bilancio attuale è piuttosto elevato, poiché siamo nell'ordine del 4 per cento del PIL, quindi siamo nell'ordine di un miglioramento del 7 per

cento rispetto al saldo strutturale: è una richiesta fortemente restrittiva. Nel tempo, per continuare il processo di avvicinamento, la richiesta è di mantenere un avanzo primario nell'ordine più o meno del 2 per cento del PIL su tutto l'orizzonte di convergenza. Tale richiesta in termini di restrizione fiscale è parecchio elevata, se non irrealistica.

Negli altri due scenari si osserva che la richiesta si limita fortemente sia nel primo anno, nel 2023, e siamo nell'ordine addirittura di un leggero disavanzo nel caso dell'allungamento dell'orizzonte di convergenza con una riduzione del debito pari ad un quarantesimo all'anno e, più o meno, un saldo nullo nel caso in cui sia stabilito l'obiettivo del 100 per cento per il rapporto tra debito e PIL. Nel tempo le due opzioni sostanzialmente diventano simili, poiché richiedono un avanzo primario nell'ordine di 0,5 punti percentuali del PIL. Quindi la richiesta in termini di saldo primario è decisamente minore.

Se voltate pagina e osservate l'effetto sulla variazione del rapporto tra debito e PIL nei tre scenari, vedete che, mantenendo le regole attuali, si avrebbe alla fine dell'orizzonte, nel 2030, una contrazione del debito del 31 per cento, mentre con le altre due si avrebbe una contrazione del debito nell'ordine di 16/17 punti percentuali di PIL, quindi comunque considerevole ma non così non così rapida.

Vi sono due importanti *caveat* e considerazioni. Questo esercizio è basato su condizioni favorevoli, quelle contenute nella Nota di aggiornamento al Documento di economia e finanza (NADEF), dati che avevamo a ottobre, nell'autunno scorso, che sono relativamente favorevoli in termini di differenziale tra tasso d'interesse medio pagato sul debito e tasso di crescita dell'economia. Questo è il primo *caveat*. È importante capire, da una parte, che questi numeri sono particolarmente favorevoli e, dall'altra, che cosa può accadere in condizioni meno favorevoli.

La tabella n. 1, riportata a pagina 22, mostra che cosa accade se immaginiamo uno scenario un po' meno favorevole di quello che abbiamo considerato nell'eser-

cizio come, ad esempio, un aumento dell'1 per cento del tasso medio di interesse, quindi un peggioramento del differenziale tra interesse e crescita nell'ordine dell'1 per cento. È quanto potete leggere nella prima riga di questa tabella. La richiesta in termini di saldo primario si fa chiaramente più stringente.

L'esercizio mostra, in maniera meccanica ma molto chiaramente, che è importante capire due aspetti. Il primo riguarda le condizioni più o meno favorevoli alla dinamica del debito, cioè sostanzialmente la differenza tra il tasso medio che si paga sul debito e il tasso di crescita dell'economia; mentre il secondo aspetto di rilievo concerne il modo in cui si definisce l'obiettivo o come si definisce il percorso di avvicinamento all'obiettivo. Le regole attuali, quindi, che prevedono l'obiettivo del 60 per cento e un percorso di avvicinamento di un ventesimo all'anno, implicano una richiesta molto restrittiva sul debito.

L'altro *caveat* sul quale volevo porre l'attenzione è che il descritto esercizio meccanico è fatto senza considerare l'effetto moltiplicativo. A differenza dell'esercizio che abbiamo fatto prima che mostra l'effetto del moltiplicatore, in questo caso l'esercizio è effettuato senza considerare i moltiplicatori e i numeri che voi vedete potrebbero essere anche molto peggiori di quelli che sono indicati in queste tabelle. Se non consideriamo l'effetto di retroazione sul prodotto provocato da una forte contrazione fiscale, abbiamo una riduzione del debito nell'ordine di 30 punti percentuali. Se, invece, andiamo a considerare anche l'effetto di retroazione, la riduzione del rapporto debito-PIL è molto più piccola. Questi sono due elementi di attenzione.

Sostanzialmente i due esercizi descritti offrono suggerimenti sugli elementi principali nei quali si sta incanalando il dibattito sulla revisione delle regole del Patto. Abbiamo fatto alcuni esercizi meccanici anche sugli indicatori, cioè su come monitorare il processo di avvicinamento, se con una regola del disavanzo oppure con una regola della spesa.

Ad esempio, abbiamo fatto alcuni esercizi con diverse formulazioni della regola

di spesa netta e anche qui diventa importante capire come disegnare l'obiettivo e il percorso di avvicinamento, ma anche il *benchmark*, ossia il valore di riferimento, quindi come calcolare questa spesa netta di riferimento.

In conclusione, se vogliamo trarre delle conclusioni dalle nostre analisi e dalle nostre valutazioni del dibattito sulla revisione, è importante che siano fissate delle regole ed è importante che la revisione e la riforma delle regole permetta di consentire un maggiore allineamento e un maggior coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale. È necessario che le regole siano disegnate in maniera da contemporaneamente esigere di mantenere la finanza pubblica su un sentiero sostenibile, quindi di garantire la sostenibilità del debito, con l'esigenza di stabilizzare le fluttuazioni dell'economia e possibilmente promuovere la crescita. Questo è il compito, l'obiettivo proprio della regola. Qual è il modo per raggiungere questo obiettivo? Va bene sicuramente considerare la composizione del bilancio, le diverse componenti di bilancio e il diverso impatto che le stesse hanno sulla crescita, poiché ci sono investimenti o spese più produttive di altre, e quindi è opportuno prevedere clausole che salvaguardino certi tipi di spesa che hanno un impatto maggiore sulla crescita.

Consideriamo auspicabile che, in un processo di revisione, si tenga conto della composizione qualitativa del bilancio e delle componenti di bilancio. Ciò richiede naturalmente degli sforzi, nel senso che, se l'aggiustamento non deve avvenire a carico degli investimenti pubblici, significa che deve avvenire tutto a carico della spesa corrente, della spesa meno produttiva e delle entrate. Ciò richiede uno sforzo significativo per capire quali sono le priorità di spesa, per aumentare l'efficacia delle spese e per aumentare e razionalizzare anche le basi imponibili, quindi anche l'aspetto delle entrate.

Il secondo elemento concerne la particolare attenzione alle modalità di riduzione del debito, sia mediante la modifica del valore di riferimento verso il quale si tende sia mediante il percorso di avvicina-

mento, cioè la velocità di convergenza verso l'obiettivo del debito. Da tale punto di vista appaiono convincenti le proposte che indicano percorsi di aggiustamento differenziati. Poiché le condizioni iniziali di partenza e soprattutto le condizioni macroeconomiche e finanziarie sono diverse tra Paesi, è agevole considerare percorsi differenziati.

Sull'idea di semplificare il monitoraggio, va bene sostituire l'attuale costruzione basata su un obiettivo di medio termine e su una regola di spesa con un'ancora più direttamente osservabile qual è il debito, poiché il debito è direttamente osservabile. Tuttavia il nostro esercizio meccanico mostra che, nella definizione di questo obiettivo di medio termine, occorre grande attenzione, poiché bisogna definire un obiettivo di debito di medio termine che sia credibile, ovvero che sia coerente con un processo di crescita sostenuta e sostenibile. Ciò necessariamente porta con sé elementi di differenziazione nei percorsi di avvicinamento tra i diversi Paesi.

In questo senso l'esperienza del *Next Generation EU*, così come l'esperienza dei PNRR (Piani nazionali di ripresa e resilienza), può essere un valido punto di riferimento, poiché è una strategia di avvicinamento concordata tra Paese membro e Unione europea e differenziata per i singoli Paesi.

Nella presente audizione ci siamo concentrati sulle regole fiscali che chiaramente sono un aspetto della *governance* europea legato ad una visione più ampia di *governance*. Forse il criterio più importante di cui bisogna tener conto nella revisione delle regole fiscali è la necessità di un maggiore allineamento e coordinamento tra politica monetaria e politiche di bilancio.

L'esperienza della pandemia è stata un buon test, nel senso che il *policy mix*, ovvero l'insieme di politiche monetarie e politiche di bilancio, è stato efficace durante la pandemia, poiché sia le politiche monetarie sia le politiche di bilancio a livello nazionale e a livello europeo sono state estremamente espansive e ciò ha contribuito a ridurre l'impatto dirompente della crisi pandemica.

Oggi viviamo in un mondo che è mutato. Anche le regole e anche la *governance* devono in qualche misura tener conto di un mondo mutato e di un mondo che sta mutando. Come vediamo drammaticamente in questi giorni, il mondo sta mutando ancora. A mio avviso, un importante criterio per tener conto di un mondo mutato è un miglior coordinamento tra politiche monetarie e politiche di bilancio.

Nell'attuale congiuntura il *policy mix* è particolarmente complicato perché abbiamo una congiuntura con uno *shock* da offerta forte, ovvero l'aumento dei prezzi energetici, in cui i prezzi salgono e le quantità e il prodotto scendono. Abbiamo un *puzzle* di difficile soluzione per le politiche fiscali e le politiche monetarie e in queste condizioni è ancora più importante e necessario il coordinamento, che non significa mancanza di autonomia o che l'una politica deve seguire l'altra, bensì significa internalizzare gli effetti che le proprie scelte hanno sullo spazio di manovra dell'altro *policy maker*.

Nell'attuale contesto di inflazione che sale e crescita che rallenta, gli spazi di manovra possono ridursi e gli spazi monetari e gli spazi fiscali possono entrare in contrasto. Quindi il coordinamento è ancora più necessario per allineare, ad esempio, il processo di normalizzazione della politica monetaria e i processi di consolidamento fiscale in modo da non ridurre gli spazi fiscali e mantenere uno spazio fiscale nell'area comune.

Il *policy mix* è un tema caldo oggi ed è reso ancora più caldo dalla particolare congiuntura e dalle particolari e drammatiche vicende che stiamo vivendo.

Vi è un'ultima considerazione sempre nella scia della necessità di coordinamento. Un elemento che può facilitare e rendere ancora più efficace il necessario coordinamento è una qualche forma di spazio e di capacità fiscale comune. Anche sotto tale profilo l'esempio di *Next Generation EU* può essere un buon punto di riferimento. Grazie.

GIORGIO LOVECCHIO. Ringrazio la presidente Cavallari per la sua puntuale relazione. Ho preso un po' di appunti. Par-

liamo del Patto di stabilità. Quello che ha creato il Patto di stabilità in questi anni in Italia è sotto gli occhi di tutti e gli effetti sono stati accentuati nel periodo pandemico. Sono stati effettuati una serie di tagli nell'arco del tempo per rispettare le regole del Patto di stabilità: abbiamo avuto un taglio sugli investimenti pubblici, abbiamo avuto un taglio anche sulle assunzioni nel pubblico impiego, poiché abbiamo avuto un blocco delle assunzioni nel pubblico impiego. Ciò ha comportato la conseguenza che presto nei comuni non avremo più dipendenti per poter essere in grado di partecipare a un bando pubblico. Inoltre, non si è tenuto conto della natura del debito.

Abbiamo visto che durante il momento di massima criticità e della fase più acuta della pandemia, sono stati approvati dal Parlamento una pluralità di scostamenti di bilancio fino a totalizzare quasi 180 miliardi. Se esaminiamo tali scostamenti di bilancio, essi non possono essere intesi come la realizzazione di un investimento, bensì come il tentativo di dare una mano a tutte le imprese in difficoltà e di far fronte al momento di emergenza. Tuttavia, se avessimo avuto la possibilità di fare 180 miliardi di investimenti nel settore pubblico o in assunzioni, avremmo avuto una maggiore ricchezza in Italia.

Nei grafici che lei ci ha mostrato si è visto che è vero che abbiamo avuto un riallineamento del PIL e del rapporto debito-PIL, però in realtà il Paese si è impoverito sempre di più, perché non ha fatto alcuno degli investimenti che avrebbero portato ad una maggiore ricchezza del Paese.

La domanda è se, a suo avviso, andrebbero riviste le misure e le regole del Patto di stabilità per cercare di comprendere qual è l'indebitamento che si può permettere uno Stato e se tale indebitamento permette un aumento di crescita economica e anche una crescita dell'intero Paese in termini di infrastrutture e qualità della vita. Grazie.

STEFANO FASSINA. Innanzitutto benvenuta e buon lavoro alla presidente Cavallari, alla professoressa De Bonis e al professor Arachi che compongono la terna

dell'UPB. Sono sicuro che insieme potremo lavorare bene in passaggi che, comunque, saranno complicati.

Mi ha molto convinto la relazione che ci è stata presentata. Al di là dei numeri — sui quali poi vorrei fare una domanda — a me pare che la questione fondamentale sia nella parte finale della sua relazione, presidente, cioè il coordinamento tra la politica monetaria e la politica fiscale che, detto in questa sede, sembra banale o scontato, mentre, come sapete, è la questione più rilevante di *policy* che si discute a Bruxelles, perché l'impostazione inerziale è la netta separazione tra la politica fiscale e la politica di bilancio e la necessità di considerare questi due anni come un'anomalia da chiudere al più presto.

I segnali che abbiamo, purtroppo, non sono particolarmente rassicuranti. Infatti le decisioni della Banca centrale europea di giovedì scorso, come se nulla fosse successo dopo il 24 febbraio, non solo hanno confermato, ma hanno addirittura accentuato l'intervento restrittivo di politica monetaria con conseguenze che in questa sede non discutiamo ma che appaiono molto rilevanti sul piano politico oltre che economico, perché è chiaro che, nel momento in cui si sta discutendo di sanzioni che hanno effetti sull'inflazione e viene affermato che non è tollerato alcun tipo di inflazione, è chiaro che si pone un problema che va ben oltre la dimensione della politica economica e dell'economia in senso stretto.

L'Eurogruppo l'altro ieri ha preso una posizione non meno preoccupante, perché ha confermato gli obiettivi di riduzione del debito e ha indicato uno *stand*, un profilo più equilibrato che si potrebbe avere se gli Stati con minore debito spendono un po' di più e quelli con più debito, invece, spendono un po' di meno. Se voi mettete insieme queste due considerazioni, è evidente che per noi si prospetta uno scenario piuttosto preoccupante.

Questo nodo del coordinamento tra politica monetaria e politica di bilancio è davvero decisivo, ma è una sfida enorme, in parte intellettuale e in parte politica, perché il contesto in cui proponiamo questo approccio, che è assolutamente condivisi-

bile e di buonsenso, è molto complicato da questo punto di vista. Oltre il ruolo attribuito all'Ufficio Parlamentare di Bilancio, dovremmo, quindi, anche noi porre il tema al Governo in modo molto netto, perché ne va delle nostre prospettive. A me pare che su questo punto dobbiamo insistere in modo particolare.

Per quanto riguarda le tabelle e grafici che ci avete consegnato, a me pare che l'effetto di retroazione tra politiche di bilancio ed economia reale vada messo più in evidenza. Lei lo ha accennato, però c'è un passaggio a pagina 21 che è definitivo, poiché non stiamo parlando di qualche decimale di punto. Avete scritto che, invece di un miglioramento di 6,3 punti percentuali, si va a un miglioramento di 1,7 punti percentuali. Se fosse realizzato un massacro in termini economici e sociali con un avanzo primario enorme, il miglioramento che ottengo, anziché 6,3 punti percentuali come quando non tengo conto dell'effetto di retroazione, diventa di 1,7 punti percentuali. Dal momento che abbiamo vissuto questo aspetto, poiché nel periodo 2011-2013 vi era una politica economica che ha assunto l'assenza dell'effetto di retroazione, che tuttavia si è verificato e il debito è schizzato nonostante le pesantissime manovre, ritengo che, a questo punto, anche alla luce dell'esperienza — non stiamo infatti parlando di diverse sensibilità culturali — questo nodo debba essere messo in grande evidenza.

Aggiungerei anche la necessità di un esame di altri effetti sull'economia reale, perché quei grafici dovrebbero anche far vedere che cosa accade, ad esempio, al tasso di disoccupazione e al livello di povertà: infatti il decisore politico non ha come unico criterio di riferimento l'andamento della finanza pubblica, non sta nel vuoto. Nella fase che stiamo incominciando a vivere, che sarà molto complicata, dovremmo sforzarci di tenere conto delle lezioni dell'esperienza, perché altrimenti la questione diventa teorica.

Infine, a proposito di coordinamento tra politica monetaria e politica di bilancio — la stessa domanda l'ho posta al professor Padoan e al professor Tria nelle audizioni

della settimana scorsa — a mio avviso la discussione tra debito buono e debito cattivo è un ginepraio dal quale non si esce, però se almeno potessimo considerare un'eccezione il debito COVID-19, ovvero il debito che si è fatto oggettivamente in condizioni particolari e indiscutibili, e che quel debito fosse rinnovato dalla Banca centrale senza essere scaricato sul mercato, probabilmente faremo un'operazione che aiuterebbe ad avvicinare la politica monetaria e la politica di bilancio. Grazie.

LUIGI GALLO. Saluto la presidente Cavallari, la professoressa De Bonis e il professor Arachi e li ringrazio per le elaborazioni molto interessanti che hanno fornito alla Commissione bilancio. Vorrei affrontare il tema posto dall'economia ecologica negli anni, a partire da Herman Daly, che sottolinea come il tema delle risorse, delle materie prime e dell'energia, non sia scorporato dai parametri e dal bilancio. Oggi, in una crisi che esplode ed è molto legata alla questione delle materie prime, delle risorse e dell'energia, mi chiedo se, invece, non può essere un'occasione per iniziare a incorporarle, visto che siamo anche all'interno dell'intervallo di riforma del Patto di bilancio, perché a pagina 15, quando si presenta lo scenario delle proposte che inglobano una qualche forma di *golden rule* e si parla anche di beni pubblici europei, il tema delle risorse non è specificato nell'elenco, laddove invece si parla di ricerca, di innovazione, di difesa e di sicurezza, ma sicuramente, se si parla di future generazioni, stiamo parlando della necessità di tutelare le risorse anche per le future generazioni, cioè le materie prime, le risorse ambientali di qualche tipo e anche le energie disponibili.

Credo che questo dibattito degli economisti ecologici sia stato per troppo tempo ignorato e, invece, qualche forma di contabilità e alcune delle proposte degli economisti ecologici andrebbero forse rimesse in campo in un contesto dove le singolarità e le emergenze divengono la norma, perché ci sono complessi fenomeni che si intrecciano e che puntualmente sembrano impattare con emergenze che cadono sul sistema economico e finanziario come im-

prevedibili, ma forse sul sistema biologico e fisico non sono tanto imprevedibili e per questo dovrebbero essere tenuti in considerazione nella contabilità generale. Grazie.

CLAUDIO BORGHI. Anche io, a nome di tutto il gruppo della Lega, saluto e auguro un ottimo lavoro alla professoressa Cavallari, al professor Arachi e alla professoressa De Bonis con l'auspicio di ricordarsi sempre che questo è il Parlamento, mentre il Governo è un'altra cosa: voi dovete essere il nostro scudo. Loro sono in tanti, noi siamo in pochi e quindi contiamo su di voi per avere il supporto per poter prendere decisioni informate, perché questo sarà un buon servizio alle istituzioni.

La relazione svolta dice molte cose che fanno pensare e che in certi casi ricordano molti punti che in passato abbiamo sollevato, vale a dire l'impatto degli investimenti, il fatto che limitarsi a regole di spesa a volte creava effetti assolutamente prociclici, l'impostazione mi sembra corretta. Tuttavia, per il futuro, dato che siamo in una fase di scrittura delle regole, sarò un sognatore, ma mi piacerebbe che ci si spingesse oltre al possibile. Io ho molto apprezzato i tre scenari, quindi quali sono le regole attuali, provare a cambiare due parametri e vedere che cosa succede: partiamo da un livello più alto di debito che rappresenterebbe una specie di *reset* rispetto all'inizio, perché il 60 per cento era stato preso in un periodo in cui la media era questa e, se è necessario riscrivere i parametri, sarebbe anche giusto ripartire dalla media attuale piuttosto che cambiare i parametri. Un invito che rivolgo a tutti è tenere presente, oltre ciò che è possibile, anche la prospettiva ideale, perché tante volte ci agghiamo troppo a regole attuali oppure — è quanto riscontro nell'interlocuzione con molti miei contatti anche nell'Unione europea — ci si ferma a considerare il fatto che la proposta ideale non sarà mai approvata e quindi dobbiamo adattarci a piccole modifiche rispetto a quello che dovrebbe essere invece lo scenario ideale. È vero, probabilmente è così, ma rappresentiamo l'Italia e tante volte andiamo con uno stato di soggezione rispetto a un *framework*

che viene disegnato principalmente dalla Germania e dalla Francia. Mi piacerebbe riuscire a partecipare alle decisioni in sede europea con idee che possono essere anche molto innovative rispetto alle attuali.

Ad esempio, avviare la discussione in ogni caso ponendo l'accento sul rapporto tra debito e PIL è ovvio che è molto nell'interesse di chi ha in questo momento un rapporto tra debito e PIL più basso, ma d'altra parte è evidente che, se si parte con quel parametro di riferimento, non necessariamente si faranno le politiche economiche ideali per riuscire ad avere il miglior risultato di crescita economica, perché forse si dovrà recuperare un certo *gap* anche di crescita che c'è stato in passato con tanti altri Paesi e ci sarebbe bisogno di più investimenti, ma, partendo con una zavorra iniziale, finisce che ne se ne fanno di meno con il risultato che le economie, invece, di richiudersi o di convergere alla fine rischiano ancora di divergere. Sarebbe forse interessante elaborare un possibile *framework* futuro, dove lo *stock* di debito attuale non è rilevante e dove si cerca di dare una regola anticiclica per tutti i Paesi, ad esempio, dicendo: « La tua crescita è tot, quindi il tuo deficit non potrebbe essere sopra tot a fronte di una crescita strutturale di un certo tipo », tanto per portare un esempio. Altrimenti, infatti, se il nostro occhio è sempre alla riduzione del debito, torniamo in un mondo che, come abbiamo capito, forse era costruito su qualche bugia: intendo fare riferimento, per esempio, a tutte quelle affermazioni con cui ci hanno riempito negli anni passati, vale a dire che a un debito alto corrispondevano tassi di interesse alti o che a un debito alto corrispondeva meno crescita e cose di questo tipo. In realtà, dal punto di vista del tasso d'interesse, abbiamo finalmente scoperto il principio assolutamente incredibile, che ho cercato di spiegare per molti anni abbaiano nel deserto, che il tasso di interesse è fatto dalla Banca centrale. A un certo punto ci può anche essere il *lockdown*, l'economia totalmente ferma, la gente chiusa in casa e il deficit del 10 per cento, ma i tassi di interesse sono sotto zero, perché la Banca centrale compra il debito. Non è che

necessariamente tutte queste cose che erano state spacciate come leggi in passato siano esattamente vere. Valutiamo quale può essere un *set* di regole che sia l'ideale per cercare di mantenere una crescita equilibrata e che possa portare alla convergenza di Paesi che hanno economie differenti: questo è semplicemente un auspicio.

Dall'altra parte, invece, la domanda vera che faccio è quale può essere l'effetto dell'inflazione sullo *stock* di debito. In molti Paesi ci sono cose che facevo fatica a immaginare. Ad esempio, se mi avessero detto un po' di anni fa che la Germania potesse avere un'inflazione del 6 o del 7 per cento a fronte di tassi d'interesse a zero, non ci avrei creduto, perché sono effetti terribili di repressione finanziaria e una situazione simile per un risparmiatore rischia di essere rovinosa, motivo per cui ci sono spinte all'innalzamento dei tassi di interesse.

Tuttavia, dato che l'inflazione è qui e non sappiamo se sarà momentanea, perché si è aggiunta anche un'inflazione da offerta non certo dovuta, sperata o auspicata, ma come necessità dei fatti, l'inflazione o i diversi tipi di inflazione che ci possono essere come vanno a impattare sulla meccanica del nostro debito ?

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE GIORGIO LOVECCHIO

GUIDO GERMANO PETTARIN. Ho un grande piacere nel dare il benvenuto alla professoressa Cavallari come presidente dell'UPB e agli altri componenti, augurando loro buon lavoro, anche perché avremo tanto lavoro da fare insieme e certamente non sarà piacevolissimo.

Inizio elencando quelle che ritengo essere una serie di disgrazie particolarmente importanti con cui ci dobbiamo confrontare.

Una prima disgrazia è certamente ciò che, dal mio punto di vista, è l'oggettiva esigenza di rinegoziare il Piano nazionale di ripresa e Resilienza. Tutto ciò che c'era prima del 24 febbraio, non c'è dopo il 24 febbraio e, di conseguenza, sono convinto che sarà uno degli elementi con cui ci dovremo confrontare.

Tutti avrete visto una notizia che è apparsa oggi e che indica che nel nostro Paese si registra il minor tasso di occupazione *under 40* in Europa. Proseguo ricordando la ripresa dell'inflazione; sottolineando il timore della stagflazione; passo attraverso la notizia dell'incremento dei tassi di interesse; sottolineo la notizia di matrice Confindustria Toscana, apparsa oggi, che naturalmente, non risparmiandosi nulla, ci dice che, se andiamo avanti così, il PIL nel 2022 sarà negativo e procedo ricordando che gli effetti fortemente espansivi di ciò che abbiamo fatto vogliono dire tanto debito.

A fronte di questo, ricordo un dato storico, ossia le problematiche relative alle sterilizzazioni delle clausole IVA: è un tema che è scomparso, ma ricordo che, nel 2017 e nel 2018, era il nostro cruccio più importante e chiamavamo « sterilizzazione » lo spostare di un anno il debito, ma il tema è sparito, perché ormai fare debito è molto più semplice di quanto non fosse in passato.

Ricordo l'esigenza assoluta di rivedere le tematiche del Patto di stabilità con una revisione delle regole e la possibilità di individuare una maggior sostenibilità delle stesse. Condivido totalmente uno dei presupposti della relazione che la professoressa Cavallari ha presentato, cioè la situazione devastante che deriva dal tener separate, come fossero su due sponde di uno stesso fiume, da una parte la politica di bilancio e dall'altra parte la politica monetaria.

Ricordo il debito al 150 per cento del nostro PIL — sto elencando una serie di disgrazie micidiali e credo che qualcuno che mi ascolta giustamente, se napoletano, dovrebbe toccare dei cornetti perché potrebbero aiutarci in ogni maniera — ed evidenzio che l'Eurogruppo ha naturalmente ricordato che uno degli obiettivi è la riduzione del debito e ricordo che non c'è più nessuno che parla del Quadro finanziario pluriennale (QFP). Il QFP 2021-2027 dove è finito? Che fine ha fatto? È evaporato, lo stiamo trattando? Qualcheduno se ne ricorda? Ricordo, ancora peggio, che non c'è nessuno che fa presente cosa ac-

cadrà tra il 2028 e il 2058. Nel 2028 comincia il Piano di ammortamento trentennale, che per me è diventato un cruccio per un motivo personale: nel 2058 infatti avrò 100 anni e sono assolutamente motivato a raggiungere quell'età, perché voglio vedere il momento in cui avremo pagato il nostro debito. La problematica di quell'elemento è che dal 2028 al 2058 una quota importante delle nostre risorse dovrà essere destinata a pagare la rata del mutuo, se fossimo una famiglia.

Detto questo, condivido l'elemento che, nella parte finale della vostra relazione, è indicato come la necessità che il coordinamento potrebbe essere ancora più efficace se vi fosse un maggior spazio fiscale, ma — arrivo alla domanda — in questa ottica ciò è sufficiente o con solo un quinquennio davanti prima del 2028, cioè il quinquennio che va dal 2023 al 2028?

Puntare a uno spazio fiscale unico, a un qualche cosa che renda l'Unione europea un *player* globale vero e che non sia solo l'esigenza assoluta di una difesa comune o l'esigenza assoluta di una politica estera comune, bensì una politica economica comune e, non solamente in termini di spazio ma in termini di gestione, un'attività fiscale comune con la cancellazione del *dumping* fiscale e l'attività di un'Unione europea che funzioni come un unico Paese, è effettivamente l'unico strumento che abbiamo per poter cercare di far fronte alle disgrazie particolarmente importanti che ci lasciamo alle spalle e che, dal 2028 al 2058, lasceremo ai nostri figli, perché questo mutuo lo pagheranno loro?

Mi rendo conto che è una domanda un po' impegnativa, ma è evidente — è il momento in cui mi collego al dato di prima — che sarà il tema del nostro lavoro comune. Grazie.

PRESIDENTE. Do la parola alla presidente Cavallari per le dovute risposte.

LILIA CAVALLARI, *presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio*. Grazie a tutti di avere sollevato questioni tanto importanti e rilevanti. Ho preso qualche appunto e spero di riuscire a rispondere a tutti.

L'onorevole Lovecchio parlava degli scostamenti di bilancio. Abbiamo visto scostamenti di bilancio e interventi massicci durante la pandemia. L'onorevole Lovecchio ricordava la necessità di avere investimenti pubblici a sostegno della crescita. Questo rientra in quanto dicevamo.

Chiaramente non possiamo pensare di avere una finanza pubblica di queste dimensioni per sempre. Non possiamo pensare di avere quello che gli inglesi chiamano un *free lunch*: non esiste in economia il *free lunch*, non esistono i pasti gratis. Non possiamo pensare di avere strumenti così massicci per un tempo persistente e per un tempo lungo, però abbiamo degli strumenti per sostenere gli investimenti ed è su questo che, a mio avviso, occorre lavorare.

Occorre lavorare nel creare strumenti che sono di due tipi: c'è lo strumento che chiamiamo «*golden rule*», quindi lo strumento che consente di sottrarre tali componenti di spesa produttiva e ad alto impatto dal conteggio degli obiettivi fiscali e c'è un altro strumento che consente di finanziare gli investimenti, che sono i fondi comuni come il *Next Generation EU*, che è un esempio di possibilità, di risorse comuni utilizzate per finanziare gli investimenti.

È giusto quanto si diceva sull'importanza degli investimenti e sull'importanza di tutela. La tutela c'è, la necessità di tutelare c'è, ma bisogna anche essere realistici sugli strumenti disponibili. Non possiamo pensare di fare sempre, e a debito, quell'intervento così massiccio di 180 miliardi, perché non è possibile, nel senso che i debiti prima o poi, come ci ricordava Pettarin, qualcuno li paga e quindi non possiamo accumulare un debito senza fine e persistente.

Passiamo all'onorevole Fassina, con cui sono decisamente d'accordo, perché il punto dei punti è il coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale. Ciò che posso dire è che gli strumenti aiutano a trovare il modo di rendere possibile l'allineamento e il coordinamento tra questi due momenti. Esistono chiaramente una dimensione e delle scelte politiche, ma, a mio avviso, gli

strumenti aiutano ad ampliare lo spazio di manovra.

In Europa esistono già nell'architettura istituzionale europea degli strumenti per favorire il coordinamento: esiste il semestre europeo per favorire la coerenza del quadro macroeconomico dell'Unione ed esiste lo *European Fiscal Board* per favorire la coerenza della politica di bilancio e delle politiche fiscali comuni.

Oggi il tema caldo del coordinamento monetario fiscale è il tema dei temi. A mio parere esistono degli spazi per stimolarlo con strumenti ben congegnati. Faccio un esempio sul problema attuale dell'inflazione da offerta. L'inflazione da offerta non è direttamente controllabile dalla Banca centrale, poiché la Banca centrale non può con i suoi strumenti intervenire direttamente sulle cause dell'inflazione da offerta, sulla produzione di energia e sull'aumento dei prezzi dell'energia. In tale ambito c'è un ruolo per un coordinamento monetario e fiscale, nel senso che i libri di testo — scusate la mia provenienza accademica — ci insegnano che, a fronte di uno *shock* di offerta, la politica monetaria deve ancorare le aspettative di inflazione, quindi deve tenere ancorate le aspettative ed evitare spirali, mentre la politica fiscale può fare molto, poiché sui bilanci pubblici può prevedere sostegni alle famiglie e alle imprese senza avere effetti di primordine sull'inflazione e può agire sulle tariffe e sulle accise, quindi su elementi che hanno direttamente un effetto di primordine sull'inflazione. Per esempio, le condizioni attuali di *shock* di offerta sono un momento in cui il coordinamento monetario-fiscale diventa veramente importante. In questo senso, come dicevo prima, gli strumenti possono aiutare ad agevolare una risposta coordinata, che alla fine significa una risposta efficace, una risposta che evita aumenti senza fine dell'inflazione, ma evita anche lo scenario drammatico della stagflazione.

Sull'eccezione debito COVID-19, possiamo non chiamarlo debito COVID-19? Tuttavia, il punto non è il nome che diamo alle cose, bensì, secondo me, che cosa facciamo. Il peso del debito COVID-19 più o meno in Italia si aggira intorno al 19 per

cento, per quanto riguarda l'aumento del debito dovuto alla pandemia. Nei bilanci della Banca centrale europea oggi c'è, più o meno, il 25 per cento dei titoli pubblici italiani, quindi sicuramente gli acquisti di titoli hanno permesso anche l'eccezionalità di quei numeri di cui parlava l'onorevole Lovecchio. Il fatto che la Banca centrale abbia nel suo portafoglio queste quantità massicce di titoli è ciò che ha permesso i disavanzi e la crescita del debito che abbiamo visto in questi anni. Quindi in qualche misura c'è.

Per tornare all'importanza degli strumenti, quando proponiamo piani di rientro personalizzati, differenziati e allungati nel tempo, possiamo chiamarlo debito COVID-19 o debito non COVID-19, possiamo chiamarlo «allungare il percorso», ma lo strumento c'è e, secondo me, è importante intervenire su quello. L'eccezionalità del debito COVID-19 è giusta e possiamo pensare a strumenti che permettano di considerarlo un'eccezione in diversi modi.

Onorevole Gallo, sull'impatto sull'energia, quindi sull'importanza di una sensibilità ecologica anche nella contabilità e nel bilancio, la risposta è un po' simile a quella che davo all'onorevole Lovecchio, nel senso che indubbiamente l'autonomia energetica è un bene pubblico europeo oggi più che mai ed. Tale bene pubblico europeo può essere finanziato in diversi modi, ma forse il modo più efficace ed efficiente di finanziare il bene pubblico europeo è una capacità fiscale comune. Al di là della capacità fiscale comune indirizzata a garantire la transizione climatica, la transizione ecologica e la transizione energetica, tale impostazione è già sottesa anche all'idea del *Next Generation EU*. Infatti, c'è un canale per tener conto di questi effetti ed è il canale dei beni pubblici europei e di come pensiamo di finanziarli.

C'è l'altro canale che rientra negli strumenti — la *golden rule* può essere uno strumento — che è quello che facevamo vedere con il nostro semplice esercizio, ovvero che si possono incorporare gli investimenti che hanno un impatto sulle generazioni future, nel senso che si auspica di lasciare alle generazioni future un mondo non così deteriorato.

Onorevole Borghi, ci dà un bel compito, ovvero quello di disegnare regole ideali. In un mondo in cui c'è tensione tra due obiettivi che vanno in direzioni opposte o che possono essere in contrasto l'ideale è veramente un esercizio difficile. Noi abbiamo fatto esercizi molto meccanici di variazione intorno a un tema, lei si spinge oltre o comunque ci invita a spingerci oltre. Tuttavia, non credo che non considerare il debito sia una strada fattibile, nel senso che poi è il debito, in effetti, il problema di non sostenibilità della finanza e non è il disavanzo. Il debito è il cumulato di disavanzi persistenti ed è quello il problema. Ritorniamo al *free lunch*: non c'è la possibilità di farlo senza limiti, però c'è la possibilità di tenerne conto.

Colgo nell'eredità del debito un elemento importante di cui tener conto nel disegnare le regole, ovvero che l'eredità del debito non può essere una camicia di forza. Colgo questo suggerimento, ma è anche nelle proposte, nel senso che allungare il percorso di avvicinamento e differenziare a seconda delle condizioni macroeconomiche e a seconda delle condizioni dell'area: sono tutti elementi per far sì che si riconosca l'importanza di un'eredità pesante, perché essa esiste. Disegnare, invece, regole che non tengano conto del debito mi sembra un po' difficile anche con tutto l'impegno che possiamo profondere e non credo nemmeno che possa essere una regola ideale, nel senso che, se il problema è quello, è un problema con il quale occorre fare i conti.

Per quanto riguarda i tassi bassi, è chiaro che la politica monetaria ha un ruolo e che i massicci acquisti di titoli hanno mantenuto i tassi bassi. Come dicevo prima, gli acquisti massicci hanno permesso i disavanzi che abbiamo avuto in questi due anni e hanno permesso anche di mantenere la dinamica sotto controllo. Indubbiamente il tasso d'interesse è l'elemento cardine nella dinamica del debito.

Qual è il ruolo dell'inflazione? Anche in questo caso c'è l'effetto che gli economisti chiamano di *snowball*, quindi sostanzialmente la differenza tra tasso d'interesse medio che si paga sul debito e tasso di crescita. L'inflazione può aiutare se non si riflette sul tasso d'interesse medio che si paga sul de-

bito, quindi sostanzialmente se il debito non è indicizzato. Con un debito indicizzato, l'inflazione aumenta il tasso d'interesse e non è nemmeno di grande aiuto. La meccanica del debito quindi può essere facilitata da un po' di inflazione nel momento in cui non c'è una forte indicizzazione dei titoli del debito e soprattutto nel momento in cui non entriamo nello scenario negativo di stagflazione, perché, in quel caso, c'è il calo della crescita che chiaramente ha un effetto avverso sulla dinamica del debito.

Concludiamo con il *cahier de doléances* dell'onorevole Pettarin sugli elementi critici sui quali bisogna fare i conti. Rinegoziare il PNRR? Non lo so, vediamo quanto sarà questo rialzo dell'inflazione, quanto sarà persistente e quanto inciderà sui costi e sugli obiettivi previsti dal Piano, che rimane fuori dall'oggetto del nostro incontro di oggi e sul quale ancora non abbiamo fatto valutazioni.

Sui rischi di stagflazione e sui rischi di aumenti del tasso d'interesse e di riduzione del PIL, come dicevo prima, a fronte di uno *shock* drammatico come quello della guerra e con le ricadute che stiamo vedendo sui prezzi dell'energia, il rischio di un rialzo dell'inflazione più persistente dell'atteso c'è, però è importante l'intervento del *policy ma-*

ker. Come nell'esempio che facevo prima sulla divisione dei compiti tra politica monetaria e politica fiscale in condizioni di stagflazione, pensiamo a come coordinare e allineare le risposte di *policy* in modo da gestire i rischi di inflazione. Lo spazio fiscale comune è l'unico strumento? Lo spazio fiscale comune, il coordinamento fiscale e monetario, ma non mi sembra di vederne molti altri.

Indubbiamente, a mio parere, questi sono i temi con i quali faremo i conti in questi tempi. Non so se ho risposto a tutti.

PRESIDENTE. Penso di sì. Ringrazio la presidente Cavallari, la professoressa De Bonis, il professor Giampaolo Arachi e il direttore del Servizio finanza pubblica Flavio Padrini. Dichiaro conclusa l'audizione e autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dalla presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio (*vedi allegato*).

La seduta termina alle 16.20.

*Licenziato per la stampa
il 4 agosto 2022*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO

**DOCUMENTAZIONE PRESENTATA DALLA PRESIDENTE
DELL'UFFICIO PARLAMENTARE DI BILANCIO, LILIA CAVALLARI**



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

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

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

16 marzo 2022

Indice

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

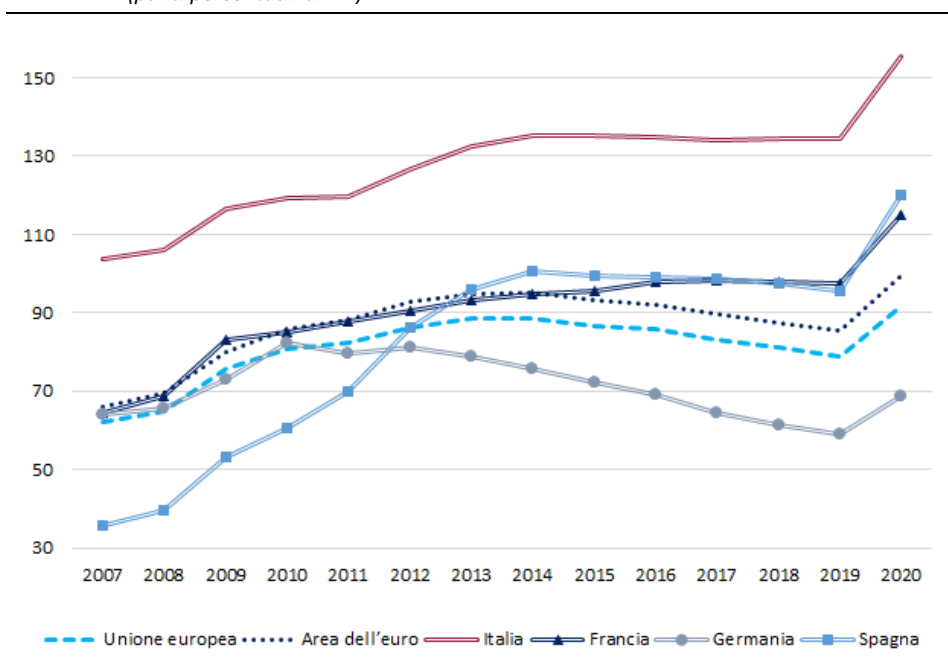
Le nuove regole dovranno consentire di realizzare le finalità del Patto di stabilità e crescita in un contesto economico profondamente mutato, caratterizzato da elevata incertezza e tassi particolarmente bassi come risultato di un eccesso di risparmio rispetto agli investimenti. Nell'area dell'euro,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

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

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

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

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



Fonte: Istat e Commissione europea.

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

2. Le principali criticità delle regole di bilancio della UE

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

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

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

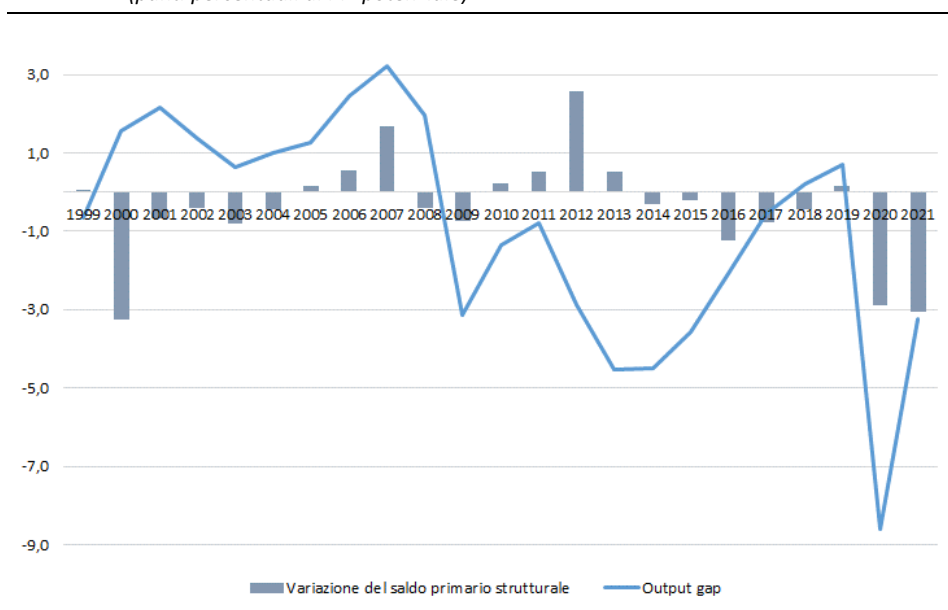
In Italia dal 1999 le politiche di bilancio sono apparse spesso pro-cicliche (fig. 2). In particolare, gli impulsi di bilancio (misurati attraverso le variazioni del saldo primario strutturale) sono stati espansivi dal 2000 al 2004 quando le condizioni cicliche erano relativamente favorevoli. Essi sono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

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

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

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

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



Fonte: Commissione europea.

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

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

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

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

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

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

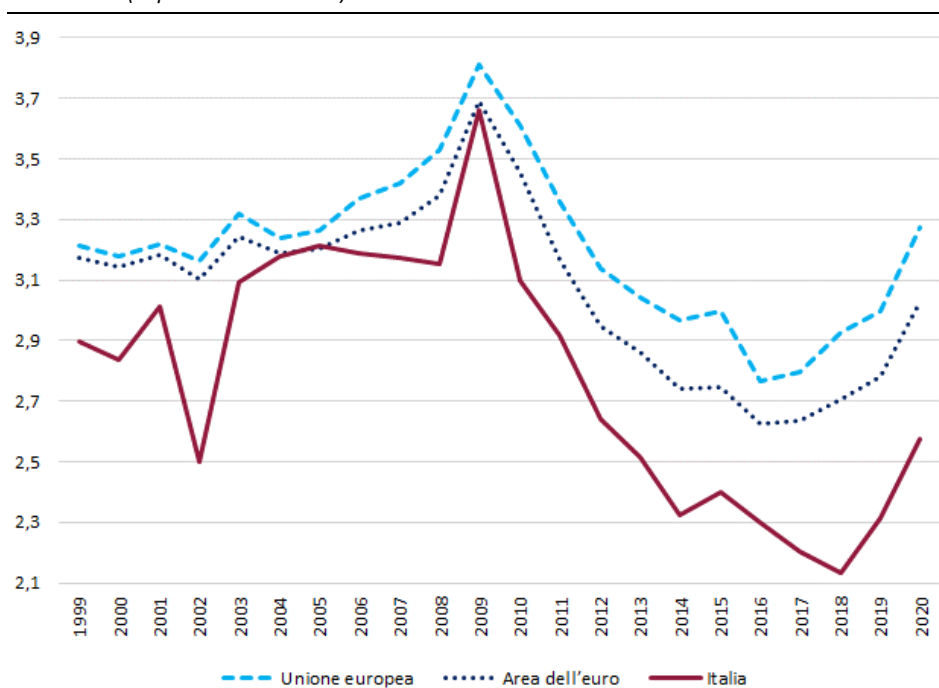
Il prodotto potenziale è interpretabile economicamente come il valore massimo di *output* ottenibile impiegando efficientemente i fattori produttivi disponibili, in condizioni di inflazione stabile. La deviazione tra la produzione effettiva e il prodotto potenziale è l'*output gap*, che identifica le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

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

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

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

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



Fonte: Commissione europea.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Diverse proposte condividono l'idea di introdurre una qualche forma di "golden rule" nelle regole fiscali ovvero di permettere il ricorso al disavanzo per finanziare spese con ricadute nel lungo periodo o per finanziare beni pubblici europei. L'idea di permettere disavanzo e debito per gli investimenti pubblici è stata sempre presente nel dibattito sulle regole di bilancio. Più di recente è stata avanzata la proposta di limitarne la possibilità solo a investimenti specifici, in particolare gli investimenti per la transizione climatica e la trasformazione digitale⁷, oppure per finanziare beni pubblici europei, come ricerca e innovazione, difesa, sicurezza, autonomia energetica, stabilità finanziaria, che vadano a beneficio delle generazioni future⁸. In alcuni casi, viene proposto che la "golden rule" sia applicata in periodi di recessione o rallentamento economico⁹. In una direzione simile si muovono quei contribuiti¹⁰ che suggeriscono di consentire un rientro più graduale per il debito contratto dai singoli Stati per finanziare beni pubblici europei insieme a quello utilizzato per finanziare le recessioni economiche causate da fattori esogeni come il COVID.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

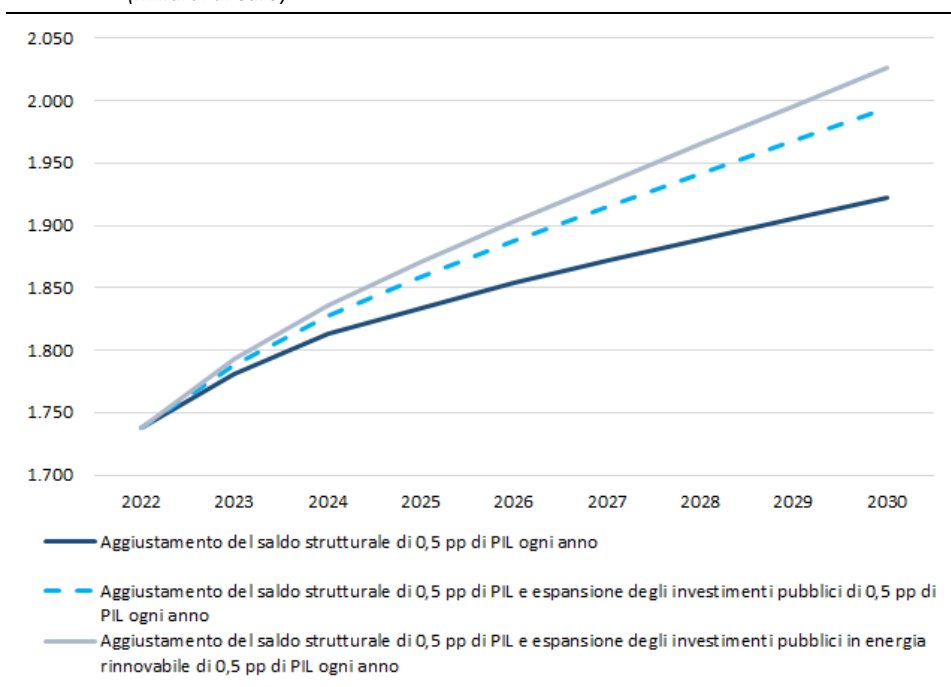
¹² Ovvero Cina, Giappone, Corea del Sud, Canada, Stati Uniti, Brasile, Indonesia, Messico, Russia, Australia, Nuova Zelanda, Francia, Germania e Italia, dal 2003 al 2019.

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

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

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

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

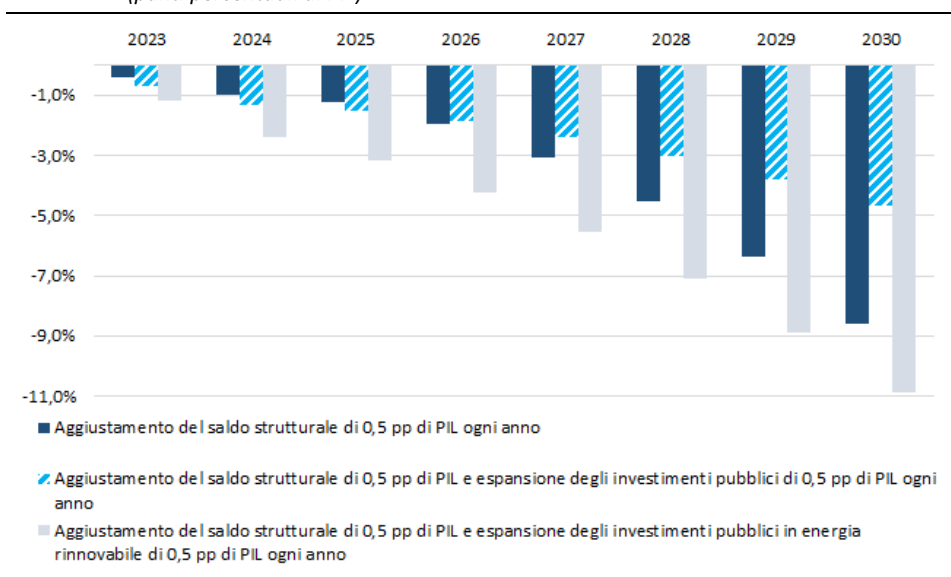


Fonte: elaborazioni su scenari NADEF 2021.

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

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

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



Fonte: elaborazioni su scenari NADEF 2021.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

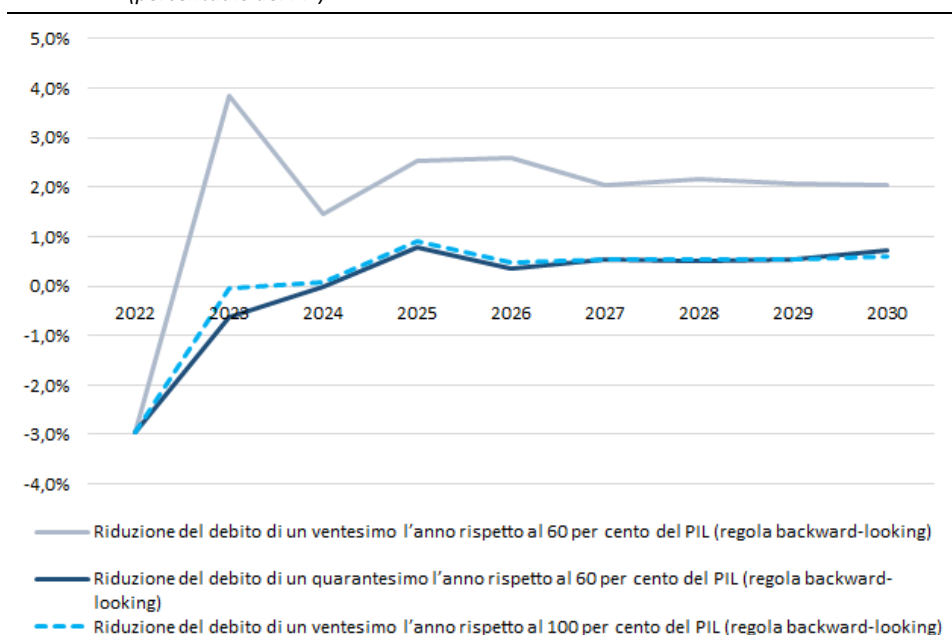
La figura 6 mostra il saldo primario in rapporto al PIL che sarebbe necessario per il rispetto delle diverse configurazioni della regola di riduzione del debito pubblico. In tutti gli scenari, e in modo particolare nello scenario con l'attuale regola del debito, il rispetto della regola richiederebbe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

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

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

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

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



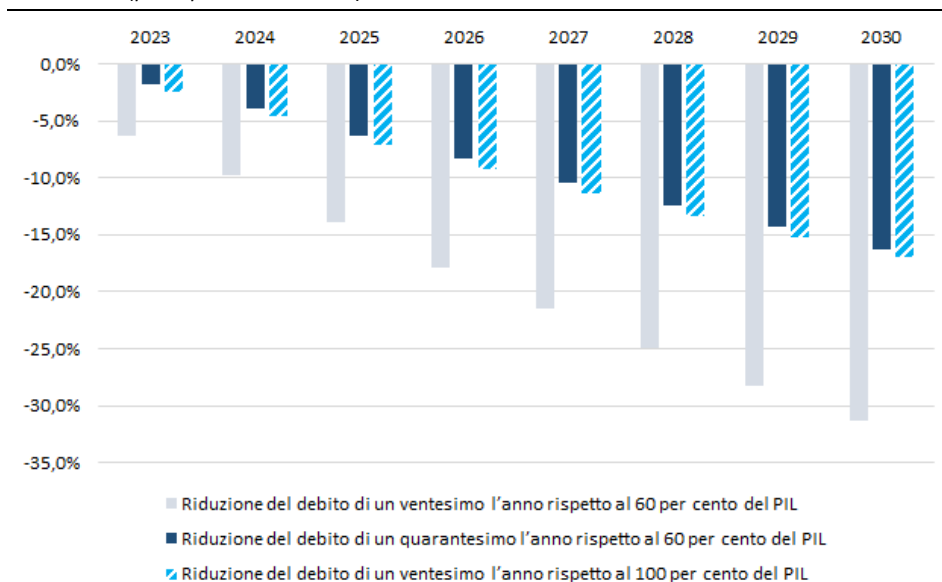
Fonte: elaborazioni su scenari NADEF 2021.

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

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

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

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



Fonte: elaborazioni su scenari NADEF 2021.

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

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

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

Fonte: elaborazioni su scenari NADEF 2021.

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

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

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

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

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

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

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

4. Considerazioni conclusive

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

PAGINA BIANCA

PAGINA BIANCA



18STC0181430