

La riforma del governo della politica fiscale in Europa¹

di Massimo Bordignon² e Giuseppe Pisauro³

(maggio 2025)

Abstract

La riforma del governo della politica fiscale approvata nel 2024 mantiene solo in parte le promesse contenute nella proposta iniziale della Commissione europea, in particolare quella di trovare un equilibrio tra l'obiettivo della disciplina di bilancio e le esigenze del sostegno della crescita economica. Il nuovo sistema introduce piani fiscali di medio termine personalizzati per ogni Stato membro, basati su una traiettoria della spesa primaria netta concordata con la Commissione Europea. L'intento era migliorare la titolarità nazionale delle regole e superare l'uso di variabili non osservabili, soggette a continue revisioni e criticità metodologiche. Tuttavia, la riforma approvata si configura come un ibrido tra l'approccio innovativo proposto dalla Commissione e le rigidità del sistema precedente. Le clausole di salvaguardia introdotte nella versione finale ripropongono le rigidità del passato con potenziali effetti pro-ciclici e mantengono per il monitoraggio degli obiettivi fiscali l'uso di variabili strutturali, come il prodotto potenziale e l'output gap, la cui stima rimane incerta e tecnicamente complessa.

La prima applicazione del nuovo sistema nel 2024 ha mostrato sia elementi di flessibilità, come la possibilità di dialogo tecnico tra la Commissione e gli Stati membri nella definizione delle traiettorie fiscali, sia criticità, come un'eccessiva e un po' velleitaria enfasi sulle proiezioni di lungo periodo basate sull'analisi di sostenibilità del debito.

¹ Si tratta di una versione riveduta e corretta del paper pubblicato in *Astrid Rassegna* n. 5/2025. Questa nuova versione tiene conto di suggerimenti e rilievi emersi nel corso di un seminario dedicato alla discussione della prima stesura del paper svoltosi presso Astrid il 2 maggio 2025. Sono intervenuti nel corso del seminario Lorenzo Bini Smaghi, Marco Buti, Claudio De Vincenti, Daniel Gros, Paolo Guerrieri, Benedicta Marzinotto, Marcello Messori, Mauro Orefice, Pier Carlo Padoan, Lucio Pench, Giovanni Tria, Gianluigi Tosato. Gli autori restano gli unici responsabili degli errori residui.

² Università Cattolica, UCSC

³ Università la Sapienza

Inoltre la definizione concreta dell'indicatore della spesa primaria netta è inutilmente complessa e attribuisce di nuovo, come avveniva con i vecchi indicatori, un ruolo cruciale alle variabili strutturali.

Più in generale restano irrisolte le debolezze di fondo legate all'assenza di una capacità fiscale comune a livello centrale. In un'Unione Europea chiamata a gestire le transizioni ambientale e digitale, a preservare la tenuta del welfare e a muoversi in un contesto di crescenti tensioni geopolitiche.

The reform of fiscal governance approved in 2024 only partially fulfills the promises contained in the European Commission's initial proposal, particularly the goal of balancing fiscal discipline with the need to support economic growth. The new system introduces medium-term, country-specific fiscal plans for each Member State, based on a trajectory of net primary expenditure agreed with the European Commission. The intent was to strengthen national ownership of the rules and move beyond the use of unobservable variables, which are subject to constant revisions and methodological uncertainty. However, the approved reform results in a hybrid between the Commission's innovative approach and the rigidities of the previous framework. The safeguard clauses reintroduce past constraints with potentially pro-cyclical effects and maintain the use of structural variables—such as potential output and the output gap—for fiscal monitoring, despite the persistent challenges in estimating them.

The first implementation of the new system in 2024 revealed elements of flexibility, such as the opportunity for technical dialogue between the Commission and Member States in defining fiscal trajectories, but also highlighted weaknesses—particularly an excessive and somewhat wishful emphasis on long-term projections based on debt sustainability analysis. Moreover, the practical definition of the net primary expenditure indicator is unnecessarily complex and, as with the previous system, relies heavily on structural variables.

More broadly, the fundamental weaknesses remain unresolved, especially the absence of a common fiscal capacity at the central level—an increasingly critical gap as the European Union faces the challenges of green and digital transitions, the sustainability of welfare systems, and growing geopolitical tensions.

Il coordinamento delle politiche fiscali degli Stati membri ha assunto un'importanza centrale con il Trattato del 1992 e poi con l'istituzione della moneta unica. Il relativo sistema di governo è oggi il frutto di un'evoluzione durata oltre trent'anni, con un momento importante di consolidamento costituito dalla revisione del Patto di stabilità e crescita nel 2012-2013, indotta dalla grande crisi finanziaria del 2008 e dalla crisi dei debiti sovrani del 2011. In quell'occasione, in contro

tendenza rispetto a quanto avveniva in altre aree economiche, si è riaffermata, e anzi rafforzata, la centralità dell'obiettivo della stabilizzazione delle finanze pubbliche. Si è trattato, tuttavia, di un consolidamento apparente, presto entrato in crisi, come era chiaro già a fine 2017. Dopo la pandemia è iniziato un processo di riforma con l'obiettivo di tenere insieme alle esigenze di controllo del debito pubblico quelle di stabilizzazione dell'economia. Superare quindi la pro-ciclicità delle regole fiscali e migliorarne l'efficacia aumentando il grado di condivisione degli Stati membri (l'*ownership* nazionale), un obiettivo che, tra l'altro, richiedeva di superare l'eccessivo grado di tecnicismo delle regole per migliorare trasparenza e comprensibilità del sistema. In questa direzione andavano le proposte della Commissione europea.

Il risultato finale del processo, la riforma approvata dal Parlamento europeo a fine aprile 2024, è un ibrido, nel quale accanto a novità positive (l'enfasi sul medio termine e il coinvolgimento diretto degli Stati membri nel disegno di percorsi di finanza pubblica "personalizzati") sopravvivono elementi e impostazioni del vecchio sistema. Nell'insieme il nuovo quadro porterà a un'intonazione generale della politica fiscale non adeguata a rispondere alle sfide (le due transizioni, a cui ora si è aggiunta come prioritaria la difesa, e la tenuta del sistema di welfare) che pure l'Unione europea con enfasi dichiara di voler perseguire. D'altro, canto non si vedono all'orizzonte progressi su quella che è e resta la questione fondamentale della politica fiscale europea: l'assenza di una sufficiente capacità fiscale a livello centrale.

Spesso i passaggi epocali, con l'abbandono di vecchi paradigmi, sono favoriti dall'emergere di crisi sistemiche. Il primo scorcio del 2025, contrassegnato da tensioni geopolitiche senza precedenti negli ultimi ottant'anni, fa pensare di poter essere proprio in una fase del genere. Ci sono segnali che vanno in questa direzione, non ultimo la riforma costituzionale in Germania con l'abbandono di un approccio estremamente ortodosso alla politica fiscale. È possibile che presto ci troveremo a discutere di un nuovo passaggio nell'evoluzione del sistema di governo della politica fiscale europea. Intanto è utile comprendere come siamo arrivati alla situazione attuale e quali ne sono gli aspetti critici. È lo scopo di queste note.

Il lavoro è organizzato come segue. Il primo paragrafo illustra l'evoluzione dal Trattato alla riforma del 2005 fino al nuovo Patto di stabilità e crescita e al Fiscal compact. Il secondo paragrafo esamina la proposta di riforma della Commissione, in particolare nella versione di fine 2023. Il terzo paragrafo analizza e valuta la riforma approvata dopo le modifiche introdotte dal Consiglio a fine 2024. I tre paragrafi successivi trattano della prima applicazione del nuovo sistema. Nel par. 4, si discute dell'integrazione tra braccio preventivo e correttivo, si confrontano i piani presentati dai paesi con le linee guida della Commissione, si discute l'approccio seguito dalla Commissione nella valutazione dei piani. Nel par. 5 vengono analizzati alcuni aspetti tecnici riguardanti in particolare la definizione della spesa primaria netta e della sua traiettoria, l'elemento cardine del nuovo braccio preventivo. Il par. 6 analizza, con un certo dettaglio, il piano presentato dall'Italia. Il lavoro si chiude con una serie di considerazioni e valutazioni di sintesi.

1. Il governo della politica fiscale nell'Unione Europea

In un'unione monetaria come quella europea in cui il bilancio comunitario gestito centralmente è di dimensioni molto piccole, l'orientamento della politica fiscale deve essere realizzato attraverso il coordinamento delle politiche nazionali. In sintonia con il clima culturale prevalente tra la fine degli anni '80 e gli anni '90, il Trattato e il Patto di stabilità e crescita (PSC) avevano assunto come obiettivo principale del coordinamento della politica fiscale la stabilizzazione finanziaria o, in altre parole, il controllo del debito pubblico. Obiettivo perseguito disegnando un sistema di regole fiscali per i paesi membri dell'Unione che si sono irrigidite nel corso del tempo. In una prima fase, fino alla Grande recessione del 2008-2009 e la crisi dei debiti sovrani del 2011, il sistema era solo abbozzato. Di fatto si limitava alla prescrizione di una soglia massima per il disavanzo (il 3% in rapporto al PIL) che si accompagnava alla richiesta (non cogente, cioè non sostenuta da sanzioni effettive) di tendere al pareggio di bilancio lungo il ciclo. Per il debito si assumeva un obiettivo di lungo periodo (il 60% del PIL) verso cui tendere "a un ritmo soddisfacente". Il salto di qualità nella direzione di un irrigidimento delle regole di bilancio si ha dopo la crisi dei debiti sovrani (un evento esclusivamente europeo)

quando un processo di riforma, iniziato qualche anno prima, si chiude con l'approvazione nel 2012 del *Fiscal compact* (un trattato intergovernativo) e l'introduzione negli ordinamenti dei singoli Paesi di regole di rango costituzionale che richiedono il pareggio di bilancio, sulla scorta della riforma costituzionale tedesca del 2009 che aveva abbandonato la *golden rule* (la possibilità di finanziare gli investimenti con l'emissione di debito) e introdotto invece il cosiddetto «freno al debito» (*debt brake*). Va notato come, così facendo, la Ue nel periodo dopo la Grande recessione si sia mossa in controtendenza rispetto all'evoluzione del dibattito e alle scelte concrete di politica economica di altre aree (in particolare degli Stati Uniti). La crisi finanziaria e la fase seguente avevano infatti portato altrove a una riconsiderazione del ruolo della politica fiscale e a una rivalutazione delle politiche keynesiane, specie in un contesto in cui crisi finanziaria e recessione spingono i tassi di interesse verso lo *zero lower bound* rendendo inefficace la politica monetaria convenzionale. In quelle condizioni anche l'obiettivo di stabilizzazione del debito pubblico non sarebbe più perseguibile con politiche fiscali restrittive che, anzi, sarebbero controproducenti. Di questa nuova impostazione nel *Fiscal compact* c'è scarsa traccia. L'elemento di novità principale in questa direzione è l'introduzione nel 2011 della procedura per squilibri macroeconomici (MIP, *Macroeconomic imbalance procedure*), basata sul monitoraggio di una serie di indicatori di squilibri esterni (tra i quali i conti con l'estero, le variazioni nelle quote di esportazione e i saldi netti degli investimenti) e interni (come il debito pubblico e privato, i prezzi degli immobili, i flussi di credito e il tasso di disoccupazione). Ma di fatto, per ammissione della stessa Commissione, la procedura non è stata efficace e, in particolare, nel caso dei saldi della bilancia dei pagamenti è stata applicata in modo asimmetrico: “*The MIP has been more successful in reducing current account deficits than it has been in reducing persistent and large current account surpluses*” (European Commission 2022, p. 3). In altre parole, mentre ci si è preoccupati dei rischi potenziali sulla sostenibilità del debito estero dei paesi con disavanzi persistenti delle partite correnti, non si è prestata attenzione sufficiente alle implicazioni negative che avanzi persistenti hanno sulla crescita della domanda interna. L'approccio alla correzione degli squilibri macroeconomici si è, in altre

parole, concentrato sui rischi per la stabilità trascurando quelli per la crescita (affidandosi per questa in misura prevalente sulla domanda estera).

Ma torniamo al *Fiscal compact*, il Titolo III del *Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance* (TSCG), siglato nel marzo 2012 da 25 Stati membri (non aderirono il Regno Unito e la Repubblica Ceca e, dopo il suo ingresso nell'Unione nel 2013, la Croazia). Le disposizioni di maggiore rilievo del TSCG si ritrovano anche nei due principali strumenti normativi dell'Unione che, prima della riforma del 2024, definiscono il PSC, ovvero i Regolamenti n. 1466/97 e n. 1467/97, come modificati dapprima con il cosiddetto *six-pack* del 2011 e, successivamente all'entrata in vigore del TSCG, con il *two-pack* del 2013.⁴ Il *Fiscal compact* e il nuovo PSC, in sintesi, definiscono una serie di regole numeriche rigide da rispettare anno per anno che danno contenuto operativo a quelle che fino ad allora erano di fatto indicazioni qualitative. Così, il «ritmo soddisfacente» della discesa del rapporto tra debito e Pil viene specificato come «una riduzione ogni anno di un ventesimo della differenza tra il valore effettivo del rapporto e l'obiettivo del 60%». Viene poi rafforzato il «braccio preventivo» del PSC per monitorare su base annuale le politiche di bilancio degli Stati membri. Il cardine del braccio preventivo è l'obiettivo di medio termine (OMT), che coincide approssimativamente con il pareggio di bilancio. Quest'ultimo è la traduzione operativa del principio – presente nel Trattato - per cui occorre realizzare avanzi di bilancio quando la congiuntura è favorevole per avere un *margin di sicurezza* che eviti di ritrovarsi con un disavanzo eccessivo (superiore al 3% del Pil) nelle fasi negative del ciclo.⁵ L'OMT è formulato

⁴ Tra gli elementi di differenza tra *Fiscal compact* e il PSC va ricordato che, nell'ambito del cosiddetto braccio preventivo, il TSCG identifica l'obiettivo di medio termine in termini di disavanzo strutturale di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nella misura massima dello 0,5 per cento del PIL, mentre nel *six-pack* il limite massimo è l'1 per cento. Come accennato, il Trattato prescrive anche l'obbligo di inserimento delle nuove regole di bilancio negli ordinamenti nazionali a un livello delle fonti elevato e possibilmente costituzionale. Era prevista anche la possibilità per le parti contraenti di adire la Corte di giustizia nel caso che uno Stato membro non avesse effettuato la trasposizione delle regole del Trattato nel proprio diritto nazionale entro un anno dalla sua entrata in vigore (norma priva di conseguenze, avendo poi la Commissione accertato che tutti i contraenti avevano adempiuto all'obbligo entro il termine previsto).

⁵ Il braccio preventivo è un elemento costitutivo del PSC (*Council Regulation (EC) 1466/97: "On the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies"*, 7 luglio 1997) insieme con il braccio correttivo (*Council Regulation (EC) 1467/97: "On speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure"*, 7 July 1997). L'OMT è stato

in termini strutturali: è un saldo di bilancio corretto per il ciclo, una stima del livello del disavanzo che si avrebbe in condizioni cicliche «normali» se il prodotto nazionale fosse al suo livello potenziale. È diversificato tra i paesi, secondo una data formula (il campo di variazione va da un disavanzo dell'1% a un avanzo dello 0,5% del Pil). Chi non si trova già sul suo OMT (per l'Italia, nell'ultima revisione precedente alla riforma del 2024 si tratterebbe di un *surplus* dello 0,25% del PIL) deve seguire un percorso di avvicinamento graduale riducendo, di regola, dello 0,5% del PIL l'anno il disavanzo strutturale, l'1% se il calcolo è effettuato nel biennio. A partire dal 2015, su proposta della Commissione, il miglioramento annuo viene diversificato sulla base di una “matrice” che mette in relazione il miglioramento da realizzare in un dato anno con un indicatore della fase ciclica, l'*output gap*, la differenza tra prodotto effettivo e prodotto potenziale. In fasi negative del ciclo (*output gap* negativo) lo sforzo fiscale richiesto è minore fino a diventare nullo quando l'*output gap* negativo è maggiore del 4%. A integrare la regola sull'OMT vi è poi l'*expenditure benchmark*, che richiede che la crescita della spesa non superi quella del prodotto potenziale (un'altra variabile strutturale) e, in particolare, che eventuali aumenti della spesa in eccesso della crescita economica potenziale debbano essere compensati da misure discrezionali aggiuntive sul versante delle entrate.

In definitiva, la riforma del 2011-2013 consegna un quadro molto complesso nel quale coesistono tre regole: sul debito, sull'OMT e sull'*expenditure benchmark*. Per di più, si tratta di regole non coerenti tra loro. Per cominciare, la soglia del 60% per il debito è coerente con il limite del 3% per il disavanzo solo se la crescita nominale del Pil è del 5%. D'altra parte, un OMT che coincide con il pareggio di bilancio conduce nel lungo periodo, ipotizzando una crescita non nulla del Pil nominale, a un rapporto tra debito e Pil pari a zero e non al 60%.

Un contributo alla complessità del sistema, oltre alla molteplicità di regole, viene dagli indicatori utilizzati per la definizione delle regole stesse. Un ruolo centrale è svolto, come si è visto, dalle variabili strutturali. Ciò è giustificato dal

introdotto dalla riforma del PSC del 2005 (per approfondimenti sul disegno e l'esperienza della prima fase del PSC si veda Morris, Ongena e Schuknecht, 2006).

desiderio di evitare che le regole producano effetti pro-ciclici, imponendo riduzioni del disavanzo anche quando la congiuntura è negativa e che quindi richiederebbe invece una politica fiscale espansiva (e viceversa). Il problema è che i metodi utilizzati per la correzione degli effetti del ciclo sulle grandezze di bilancio richiedono di stimare *variabili non osservabili* (il prodotto potenziale e l'*output gap*). Per le stime si usano metodi econometrici che danno risultati molto incerti, per la sensibilità alle ipotesi adottate, e soggetti a revisioni anche profonde nel tempo – man a mano che si aggiornano i dati osservati. In realtà, i metodi utilizzati contengono essi stessi un elemento pro-ciclico. La variabile chiave, il prodotto potenziale, somiglia molto a una media mobile, per quanto sofisticata, dei dati effettivi del prodotto. In altre parole, una recessione o una prolungata fase di debolezza si traducono di per sé in una diminuzione della stima del prodotto potenziale. Ma con un prodotto potenziale che segue da vicino quello effettivo si rischia l'instaurarsi di una dinamica perversa, in cui un paese in recessione che vede ridursi il proprio prodotto potenziale, deve attuare una politica restrittiva, che a sua volta riduce il prodotto effettivo e di conseguenza quello potenziale che a sua volta richiede ulteriori politiche restrittive e così via. Ciò può anche portare a risultati paradossali, come il ben noto caso della stima di un valore del 20% per il tasso di disoccupazione strutturale della Spagna nel 2013, cioè del valore sotto il quale sono da attendersi pressioni inflazionistiche. Non sorprende che l'*Output gap working group* costituito dalla Commissione per definire e sviluppare i metodi di stima sia divenuto nel periodo 2013-2019 una sede importante nelle interazioni tra paesi e Commissione. Va sottolineato come l'aspetto discutibile non sia tanto nell'utilizzare particolari metodologie econometriche per trarre indicazioni di *policy* quanto nel voler attribuire a indicatori non sufficientemente solidi un valore giuridico cogente nella definizione delle regole fiscali. Quando si parla di regole complesse e poco trasparenti è anche a questo che ci si riferisce.

Regole basate su indicatori di dubbio valore difficilmente sono accettabili per chi deve applicarle. E Infatti nella gestione pratica del sistema hanno giocato un ruolo importante valutazioni qualitative (quali quella dei «fattori rilevanti» a cui la Commissione deve far riferimento per giudicare il rispetto della regola sul debito)

ed elementi aggiuntivi suggeriti dagli eventi. Negli anni successivi alla riforma del 2011-13 si sono così introdotte “clausole di flessibilità” che consentivano di ridurre di qualche decimo di punto lo sforzo fiscale richiesto con motivazioni varie: dalle riforme strutturali agli investimenti, dagli immigrati alle calamità naturali. Esse hanno aggiunto complessità al sistema delle regole e ridotto ulteriormente la trasparenza.

2. *La proposta di riforma della Commissione europea*

Nella seconda metà degli anni 2010, la percezione generale è che il sistema vada riformato. A fine 2017 la Commissione pubblica una proposta di Direttiva che abbozza un’idea di riforma (*European Commission*, 2017). Nel marzo 2020 le conseguenze economiche della pandemia impongono la sospensione delle regole fiscali, che viene più volta reiterata, fino a tutto il 2023. E soprattutto portano a un cambiamento fondamentale di approccio rispetto al passato con il varo del programma *Next Generation EU* (NgEu) nel 2021, che ratifica la necessità dell’intervento del bilancio pubblico (e dell’accensione di debito comune) per realizzare grandi trasformazioni strutturali, come la transizione energetica e digitale, e per rafforzare la resilienza dei paesi.

Nel novembre 2022, dopo una fase di dibattito e consultazione pubblica, la Commissione presenta una proposta di revisione del Patto (strettamente parlando, una “Comunicazione”) che introduce modifiche radicali al disegno del braccio preventivo (*European Commission*, 2022). Gli obiettivi del 3% per il deficit e del 60% per il debito vengono mantenuti (perché indicati in un protocollo del Trattato di Maastricht e dunque modificabili solo all’unanimità) ma se ne riduce la pregnanza. In particolare, sul debito si ritorna all’impostazione originaria del Trattato, per cui se si è oltre la soglia del 60% occorre che il debito diminuisca a «un ritmo soddisfacente», senza fissarne a priori la misura. Per i paesi con debito su Pil elevato⁶ l’obiettivo diventa quello di porre il rapporto su un percorso credibilmente

⁶ Per essere precisi, la proposta iniziale della Commissione non distingueva i paesi (e di conseguenza l’urgenza dei programmi di consolidamento fiscale) sulla base del livello del loro debito sul Pil quanto sulla rischiosità dello stesso (in tre fasce: alto, medio, basso) come valutato sulla base della stessa metodologia stocastica utilizzata per valutare il processo di aggiustamento (si veda più avanti nel testo). In pratica,

decescente piuttosto che quello di raggiungere un determinato livello di debito su Pil. L'obiettivo del 60% resta, ma solo come un'indicazione di lungo termine. Nei fatti e più in linea con il modo con cui gli stessi operatori finanziari valutano la situazione debitoria di un paese, il concetto di sostenibilità del debito viene riformulato in termini di dinamica (un rapporto debito su Pil credibilmente decrescente) piuttosto che di raggiungimento di un particolare livello nel rapporto. Viene anche riconosciuto esplicitamente – solo pochi anni prima sarebbe stato impensabile – che l'applicazione della regola di un ventesimo l'anno può essere controproducente per i paesi con debito elevato. Sembra l'abbandono del paradigma fino ad allora prevalente.

Nella proposta, il percorso di riduzione del debito dovrebbe basarsi su piani a quattro/cinque anni specifici ai singoli Paesi che, oltre a disegnare una proiezione programmatica del bilancio pubblico, dovrebbero integrare obiettivi di riforme e di investimenti, da cui l'etichetta di *national medium-term fiscal structural plans*. Si ripropone così la filosofia di *Next Generation EU*. L'enfasi sugli investimenti, tuttavia, non comporta l'adozione di una *golden rule*, ma si traduce in una sorta di clausola di flessibilità: un programma concordato (approvato da Commissione e Consiglio) di investimenti e riforme comporta l'estensione dell'orizzonte temporale da quattro a sette anni e quindi un ritmo più lento di riduzione del debito. Un obiettivo essenziale della proposta è anche quello di rafforzare la titolarità nazionale: non più quindi regole calate dall'esterno ma condivisione di un impegno politico del singolo Stato nei confronti dei partner. Il più ampio margine di manovra garantito agli Stati ha come contraltare una maggiore rigidità nella fase di applicazione: i piani dovranno essere rispettati lungo tutto il loro orizzonte e non potranno essere modificati se non a fronte di shock particolarmente rilevanti.

Un secondo obiettivo riguarda la semplicità e la trasparenza delle regole. La questione riguarda gli strumenti operativi usati per verificare il rispetto del piano. Un risultato di bilancio diverso da quello indicato nel piano può dipendere semplicemente dall'andamento dell'economia. Il controllo della realizzazione del

comunque, non vi era molta differenza con una graduatoria basata esclusivamente sul livello del debito su Pil.

piano si deve quindi basare su un indicatore che non dipende dal ciclo. Nel sistema precedente, come si è visto, l'indicatore utilizzato è il saldo strutturale, una misura del disavanzo corretta sulla base di variabili non osservabili e soggetta a revisioni infinite. La proposta della Commissione abbandona questo armamentario tecnico e affida la verifica a una "regola della spesa", basata su un indicatore del disavanzo depurato dagli effetti del ciclo ma calcolabile con variabili osservate. Partendo dall'approssimazione che il complesso delle entrate si muova in sintonia con il ciclo (con un'elasticità unitaria delle entrate rispetto al reddito nominale), il nuovo indicatore è definito come la spesa al netto delle voci che più risentono del ciclo (come i sussidi di disoccupazione) ma anche delle misure discrezionali sulle entrate. In altre parole, nuove misure che aumentino voci di spesa sono ammesse ma devono essere compensate da nuovi interventi sulle entrate (e viceversa per tagli di imposte). Un tema rilevante, solo apparentemente tecnico, sono le modalità concrete di calcolo dell'indicatore e, in particolare, di alcune sue componenti. La proposta iniziale della Commissione non entra nei dettagli; la questione sarà approfondita nel paragrafo 5 che illustra alcuni aspetti tecnici della prima applicazione del nuovo sistema. Infine, anche gli interessi sul debito vengono sottratti da questa misura, perché dipendono solo in parte dai comportamenti dei governi (dipendono, per esempio, dalle scelte effettuate dalla autorità monetaria). La «regola della spesa» è, insomma, o dovrebbe essere, una regola sulle voci non cicliche di entrata e di spesa del bilancio.

Una questione rilevante riguarda il trattamento dell'inflazione, alla luce del fatto che l'indicatore si basa sulla spesa nominale. Errori di previsione, ad esempio una sottovalutazione, dell'inflazione inciderebbero sull'indicatore solo per l'aumento della spesa che ne deriverebbe mentre l'effetto sulle entrate, anch'esso di segno positivo, non verrebbe considerato. L'indicatore non sarebbe, in questo caso, una buona approssimazione del saldo primario depurato delle componenti cicliche.

Un elemento cruciale della proposta è, naturalmente, la definizione del ritmo *soddisfacente* di riduzione del rapporto tra debito e PIL. Alla fine dell'orizzonte del piano (quattro o cinque anni, a seconda della durata della legislatura, estendibili a sette anni), la proiezione decennale a politiche invariate (considerando anche gli effetti dell'invecchiamento della popolazione) del debito dovrebbe collocarsi

plausibilmente su un sentiero di diminuzione. Il riferimento al medio termine invece che al solo bilancio annuale è sicuramente opportuno. Anche in questo caso sarebbe però stato bene non esagerare ed essere consapevoli della grande incertezza di cui soffrono le proiezioni a lungo termine. Utili per valutare i presumibili effetti futuri di un intervento, ma per lo stesso modo con cui sono costruite sicuramente non sufficientemente affidabili da potervi costruire sopra un meccanismo sanzionatorio (si veda il paragrafo 4). Tanto più che la valutazione della plausibilità dei percorsi di riduzione del debito viene effettuata sulla base di uno strumento, l'analisi di sostenibilità del debito (DSA, *debt sustainability analysis*), non particolarmente solido analiticamente, soprattutto per la forte sensibilità alle ipotesi di partenza, inclusa di nuovo la stima del prodotto potenziale come ancora a cui agganciare la verifica del processo di aggiustamento. Il rischio è che, dopo le variabili strutturali, la DSA possa rappresentare un'altra «scatola nera» nelle regole fiscali. Peraltro, nel testo che verrà infine approvato (si veda il prossimo paragrafo) sembra vi sia consapevolezza di questi limiti: si prevede la formazione di un gruppo di lavoro per raffinare la metodologia (sul modello dell'*output gap working group* dove rappresentanti della Commissione e degli Stati membri interagiscono su questioni metodologiche relativi alla stima di quell'indicatore) e si consente ai paesi già nella prima applicazione della riforma di discostarsi dalla Commissione riguardo alle ipotesi sulla crescita del prodotto potenziale⁷. Restano comunque i dubbi espressi in precedenza sul grado di affidamento che si può fare su questo strumento di analisi.

C'è indubbiamente, nella proposta della Commissione un eccesso di tecnicismo velleitario, peraltro non necessario in quanto ci si sarebbe potuti limitare a garantire la diminuzione del debito lungo l'orizzonte del piano, orizzonte che coincide con quello dei vecchi programmi di stabilità (in Italia il Def, Documento di economia e finanza) che richiedevano solo una previsione macroeconomica di medio termine, “garantita” dal coinvolgimento dei *fiscal councils* nazionali, cui la vecchia normativa attribuiva il compito di elaborare direttamente o validare le previsioni

⁷ “Member States may use more stable series than the ones resulting from the commonly agreed methodology, provided it is duly justified by economic arguments and the cumulated growth over the projection horizon remains broadly in line”, art. 38 bis.

ufficiali. Nel nuovo sistema l'effetto sulla titolarità nazionale viene così a dipendere dal peso che la traiettoria tecnica proposta dalla Commissione in base alla DSA avrà nella trattativa con i singoli Paesi sul piano. Un peso eccessivo rischierebbe, di nuovo, di dare valore prescrittivo ai risultati di analisi condotte con metodologie poco robuste.

3. La riforma approvata dal Consiglio e dal Parlamento europeo

La comunicazione della Commissione di novembre 2022, che abbiamo illustrato nelle sue grandi linee nel paragrafo precedente, è stata poi trasformata dalla stessa ad aprile 2023 in tre separate proposte legislative (un nuovo Regolamento per il braccio preventivo, una revisione del Regolamento relativo alla procedura per i disavanzi eccessivi e una nuova Direttiva sulla struttura dei quadri di bilancio presentati dai paesi, *European Commission*, 2023). Le proposte legislative, in particolare quella relativa al nuovo Regolamento, tenevano già in parte conto dei rilievi critici avanzati dai paesi nei confronti della comunicazione originaria nelle conclusioni del Consiglio Ecofin di marzo 2023. Il nuovo Regolamento, con modifiche, è stato infine approvato, dopo una serrata contrattazione tra paesi, dal Consiglio Ecofin il 20 dicembre 2023 e infine con modifiche marginali dal Parlamento europeo a fine febbraio 2024. L'intero pacchetto legislativo è stato infine approvato, diventando legge dell'Unione, il 30 aprile 2024.

Il progetto finale approvato mantiene le caratteristiche fondamentali della comunicazione della Commissione di novembre 2022 -- in particolare restano i piani a medio termine e la regola sulla spesa primaria netta-- ma con alcune differenze significative. La prima riguarda la definizione dell'indicatore: la spesa primaria nominale è ora al netto non solo delle nuove entrate discrezionali e di alcune spese che dipendono dal ciclo ma anche della spesa finanziata da fondi europei (ivi incluso, per una modifica introdotta dal Parlamento, il co-finanziamento nazionale). La seconda è sulle modalità di verifica del rispetto della regola. Un paese potrà divergere dal sentiero di spesa netta incluso nel Piano fino allo 0,3% del Pil in un anno e al massimo allo 0,6% del Pil cumulativamente lungo l'intero orizzonte del Piano (le deviazioni annuali verranno registrate e cumulate in un "conto di

controllo”).⁸ La terza è un vincolo al sentiero di aggiustamento previsto nel Piano, che dovrà essere approssimativamente lineare per evitare che la correzione sia procrastinata agli anni finali dell’orizzonte temporale (*no backloading*). In tutti e tre i casi si tratta di integrazioni ragionevoli.

Le modifiche più importanti, tuttavia, imposte dai paesi, soprattutto la Germania, sono quelle che incidono in misura rilevante sullo spirito della proposta della Commissione con la ricomparsa di regole numeriche uniformi che di fatto riportano alla logica del sistema precedente. Si realizza così un ibrido sul cui funzionamento è lecito nutrire dubbi. Al disegno generale della proposta originaria della Commissione (già di per sé indebolito con la traduzione della Comunicazione di novembre 2022 nelle proposte legislative della Commissione ad aprile 2023) si sovrappongono due ulteriori «salvaguardie» che devono essere rispettate dai piani a medio termine. La prima è la «salvaguardia della sostenibilità del debito». Per i paesi con debito superiore al 90% del Pil (nel 2024 Belgio, Francia, Grecia, Italia, Portogallo e Spagna) l’ammontare medio annuo di riduzione del rapporto debito su Pil durante la durata del piano dovrà essere di almeno l’1%. Per quelli con debito superiore al 60% ma inferiore al 90% (nel 2024 sette paesi tra i quali la Germania) la diminuzione minima annua si dimezza allo 0,5% del Pil. Dal punto di vista di chi ha proposto questa salvaguardia, l’intento è chiaro. È bene non fidarsi troppo dell’interazione paesi-Commissione e imporre comunque una regola minima. È un ritorno al vecchio sistema, sebbene attenuato. Attenuato, va detto, in misura importante: la vecchia regola sul debito per l’Italia (mai applicata) avrebbe richiesto una riduzione del rapporto non di uno ma di circa quattro punti di Pil l’anno.

La seconda è la «salvaguardia di resilienza del disavanzo»: il saldo primario strutturale (il disavanzo al netto degli interessi corretto per il ciclo sulla base dell’*output gap*) dovrà migliorare dello 0,4% l’anno, ridotto allo 0,25% se l’orizzonte del piano è esteso a 7 anni. Questo sforzo dovrà continuare, eventualmente nei piani successivi, finché il rapporto tra disavanzo e Pil (sempre in

⁸ L’idea di un “conto di controllo” (“per rafforzare la memoria di medio termine del sistema ed evitare che piccole deviazioni alla fine si cumulino in grandi deviazioni”, European Commission, 2022, p. 17) era presente già nella proposta della Commissione di novembre 2022 ma non veniva definita l’ampiezza consentita delle deviazioni.

termini strutturali) non raggiunga l'1,5%. Anche in questo caso c'è la riemersione delle vecchie regole, in forma più blanda. Il disavanzo strutturale dell'1,5% è la nuova versione del vecchio OMT, il saldo di bilancio in termini strutturali che avrebbe messo al riparo da disavanzi eccessivi (ovvero superiori al 3% nelle fasi negative del ciclo). Per l'Italia, come già accennato in precedenza, dal 2022 l'OMT era un *avanzo* strutturale dello 0,25%.

Va notato che le due clausole valgono solo *ex ante* come vincoli al profilo del processo di aggiustamento che un paese si impegna a seguire. Esse non entrano, tuttavia, nelle valutazioni *ex post*. Una volta approvato il Piano, l'unico impegno per il Paese, che sarà soggetto a verifica annuale, è rispettare la regola della spesa, vale a dire non discostarsi dal sentiero della spesa netta presentato nel Piano stesso.

Dal punto di vista pratico è difficile prevedere come funzionerà in futuro il nuovo sistema (sull'esperienza della prima applicazione si veda il prossimo paragrafo). Dipenderà dalla forza, in termini di intensità del percorso di aggiustamento della finanza pubblica, delle prescrizioni della DSA relativamente a quanto richiesto dalle clausole di salvaguardia. In teoria, potrebbe perfino accadere di ritrovarsi in una situazione in cui tutta la costruzione dei Piani a medio termine diventa superflua.

Il problema dei vincoli addizionali è che sono del tutto ad hoc, privi di razionalità economica e incoerenti con l'impostazione della proposta all'origine del processo di riforma. Si può dire che la clausola sul debito è per lo meno interna alla logica del nuovo sistema nel senso che continua a concentrare l'attenzione sullo stesso obiettivo. Essa potrebbe comunque comportare un'accelerazione dell'aggiustamento se fosse un vincolo effettivo rispetto alle risultanze della DSA. Va notato che la clausola sul debito resta valida anche nel caso in cui il Piano sia esteso a sette anni. Per cui sembrerebbe che nel caso in cui il processo di aggiustamento a quattro anni prevedesse una diminuzione di quattro punti del rapporto debito/Pil l'estensione a sette anni non potrebbe comportare il rallentamento dell'aggiustamento; sui sette anni, l'aggiustamento richiesto sarebbe ancora almeno di 7 punti nel rapporto debito su Pil. La clausola sul disavanzo, dall'altro canto, è estranea alla logica del nuovo sistema: o è superflua (il vincolo non è stringente) oppure introduce a fianco a quello della riduzione del debito un secondo obiettivo, di riduzione del disavanzo strutturale

non necessariamente coerente con il primo. Per di più rimette ancora più al centro delle regole una metodologia, quella basata sulle variabili strutturali, che si era detto di voler superare. Ancora più importante per i riflessi sulla politica fiscale dell'area nel suo complesso è l'imposizione di una *fiscal stance* comune, un disavanzo massimo dell'1,5% strutturale, a tutti i paesi a prescindere dal grado di rischio del problema del loro debito. Va ricordato⁹ che nella proposta di novembre 2022, la Commissione prevedeva di raggruppare i paesi in tre gruppi, in base alla gravità del loro debito pubblico: sostanziale, moderata, bassa. Per il terzo gruppo si richiedeva solo che il Piano assicurasse di mantenere il disavanzo sotto il 3% del Pil su un orizzonte decennale.

4. La prima applicazione del nuovo sistema

Come si è già osservato, il percorso legislativo della riforma del Patto di Stabilità e Crescita (PSC) si è concluso solo il 30 aprile 2024, quando sono stati pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea i documenti relativi¹⁰. L'approvazione definitiva della riforma è avvenuta con diversi mesi di ritardo rispetto alle aspettative della Commissione, la quale, già a fine 2022, prorogando la sospensione del PSC al 2023, aveva avvertito che si sarebbe trattato dell'ultima proroga e che le regole fiscali sarebbero rientrate in vigore a partire dal 1° gennaio 2024. L'annuncio aveva probabilmente anche l'intenzione di stimolare la conclusione della contrattazione tra paesi sulle proposte legislative di riforma presentate dalla Commissione ad aprile 2023, per evitare che a gennaio 2024 rientrassero in vigore le vecchie regole, in una situazione in cui era viceversa già avanzata la discussione sulle nuove.

Non è bastato e il 2024 si è rivelato un anno di transizione, con una parte almeno formalmente coperta dalle vecchie regole e le nuove che potevano essere attivate solo successivamente all'approvazione definitiva della riforma. Una conseguenza è stata che la prima applicazione del nuovo sistema si è svolta in un contesto accelerato rispetto a quanto dovrebbe avvenire a regime. Il nuovo sistema di regole è entrato

⁹ Cfr. nota 4.

¹⁰ Si tratta di un nuovo Regolamento per il braccio preventivo (n. 2024/1263), un Regolamento rivisto per il braccio correttivo (n. 2024/1264) e di una nuova Direttiva (n. 2024/1265) che tra l'altro definisce le informazioni che i paesi europei devono trasmettere alla Commissione per l'attività di sorveglianza.

nella fase operativa a fine giugno 2024 con la comunicazione (che a regime dovrebbe essere trasmessa a gennaio) della Commissione ai singoli paesi delle linee guide tecniche (*prior guidance*) e l'invito ai paesi a presentare i Piani strutturali di bilancio a medio termine a settembre. Per i paesi con livelli di disavanzo e/o debito superiori alle soglie di riferimento (3% e 60%), le linee guida includono le traiettorie di riferimento della spesa netta coerenti con la DSA e gli altri vincoli; per i paesi che rispettano entrambe le soglie, le linee guida forniscono il valore minimo del saldo primario strutturale che dovrebbe essere raggiunto nell'anno finale del Piano affinché il paese continui a rispettare le regole fiscali nel *medio termine* (quest'ultimo arriva al decimo anno successivo al periodo coperto dal Piano). Tra la fine di settembre e la metà di ottobre gli Stati membri hanno presentato contestualmente i Piani strutturali di bilancio a medio termine (sull'orizzonte 2025-2028, estendibile al 2031) e i Documenti programmatici di bilancio per il 2025.

Con la riattivazione del Patto, sono rientrati in vigore anche i meccanismi sanzionatori relativi al “braccio correttivo” del PSC; di conseguenza, sempre a giugno 2024 sette paesi (Belgio, Francia, Italia, Ungheria, Malta, Polonia e Slovacchia, i primi tre appartenenti all'area euro) sono stati considerati in violazione del PSC da parte della Commissione e messi sotto procedura per disavanzi eccessivi (*excessive deficit procedure*, EDP) alla luce dei risultati di bilancio del 2023 (presentando un deficit nettamente più elevato della soglia del 3% del Pil). Si è dunque arrivati all'appuntamento della presentazione dei Piani con otto paesi sotto EDP (i sette citati e la Romania che già si trovava sotto procedura dal 2020). Va ricordato che per i paesi in EDP non si applicano le disposizioni del braccio preventivo. Essi non devono, quindi, rispettare la clausola di salvaguardia del debito (che, per ripetersi, per i paesi con debito oltre il 90% del Pil implica una riduzione media del rapporto di un punto all'anno) finché non escono dalla procedura. Nella contrattazione tra i paesi che ha portato al testo della riforma approvato dal Consiglio a fine 2023 si è inoltre deciso che per un periodo transitorio (il triennio 2025-2027) l'aggiustamento minimo dello 0,5% del Pil del saldo strutturale prescritto dal braccio

correttivo venga riferito solo al saldo primario, per tener conto dell'effetto dell'aumento dei tassi di interesse sulla spesa per il servizio del debito.¹¹

La presentazione dei piani di Austria, Belgio, Bulgaria, Germania e Lituania è stata differita in attesa dello svolgimento di elezioni generali e della formazione di nuovi governi. L'Ungheria, infine, ha presentato in ritardo il suo Piano.¹² Sono stati così presentati 21 Piani, poi valutati dalla Commissione che il 26 novembre ha pubblicato per ciascuno una raccomandazione al Consiglio (European Commission, 2024a), fatta poi propria dallo stesso il 21 gennaio 2025 (Council of the European Union, 2025a). I Piani sono stati tutti approvati con l'eccezione di quello dell'Olanda (si veda più avanti).¹³ La prima valutazione della realizzazione dei Piani si è infine basata sulle Relazioni annuali che gli Stati hanno presentato nell'ambito della tornata di primavera 2025 del semestre europeo.

I Documenti programmatici di bilancio (*Draft budgetary plans*) con i dettagli delle misure fiscali per il 2025 sono stati, in genere, presentati a metà ottobre 2024, di fatto insieme con i Piani a medio termine. Il parere (*Opinion*) della Commissione si è basato sulla verifica della coerenza della crescita della spesa netta nel 2025 con i limiti massimi fissati nei Piani a medio termine o, se i Piani non sono stati presentati (il caso della Germania) o non sono stati approvati dalla Commissione (l'Olanda), sulle traiettorie di riferimento o sull'informazione tecnica trasmessa a giugno. Otto paesi (tra cui Francia, Grecia e Italia) sono stati considerati in linea con le raccomandazioni. Non pienamente in linea quelli di altri sei paesi (tra cui Germania, Finlandia, Lussemburgo e Portogallo). Il Documento dell'Olanda è stato valutato come non in linea. Tre paesi (Austria, Belgio e Spagna) non hanno presentato il Documento (European Commission 2024b).

¹¹ Questa disposizione, favorevole a Francia e Italia, sarebbe stata parte essenziale del compromesso tra Paesi che ha portato al testo approvato (Pisauro, 2024a)

¹² Il piano dell'Ungheria dopo una valutazione negativa della Commissione che ha giudicato eccessivamente ottimistiche le previsioni macroeconomiche è stato sostanzialmente rivisto e ripresentato. L'approvazione finale da parte del Consiglio è avvenuta il 19 febbraio 2025.

¹³ Nel caso della Francia il piano approvato dal Consiglio è quello modificato dal governo Bayrou nello stesso mese di gennaio (con piccole modifiche rispetto al piano presentato in ottobre dal governo Barnier poi sfiduciato dal Parlamento francese a dicembre).

Un primo aspetto da mettere in evidenza è l'integrazione del nuovo braccio preventivo con quello correttivo. A giugno 2024 la Commissione ha preso la decisione di non proporre un percorso di aggiustamento ai paesi in EDP simultaneamente alla dichiarazione di “deficit eccessivo”, come normalmente avviene, ma di verificare ex post, al momento della presentazione del Piano, se questo soddisfa i vincoli normativi imposti dalla legislazione sul braccio correttivo¹⁴. Le traiettorie di spesa netta dei Piani presentati dai paesi in EDP in effetti soddisfano tutti i percorsi di correzione fiscale minimi imposti dalla normativa sul braccio correttivo. Negli anni successivi all'uscita dall'EDP, le traiettorie di spesa netta per questi paesi seguono le regole del braccio preventivo (DSA e clausole di salvaguardia). Per inciso, si prevede l'uscita dall'EDP nel 2026 per l'Italia, nel 2027 per Belgio, Malta e Slovacchia, nel 2028 per la Polonia, nel 2029 la Francia e nel 2030 per la Romania (Council of the European Union, 2025b). Per i paesi in EDP che non hanno presentato il Piano a medio termine (il Belgio) o l'hanno presentato in ritardo (l'Ungheria) il percorso di correzione è basato sulla traiettoria di riferimento a quattro anni della Commissione.

Un secondo aspetto riguarda l'estensione a sette anni dell'orizzonte temporale dei piani garantita subordinatamente alla presentazione di un programma di investimenti e riforme. Si sono avvalsi di questa possibilità solo cinque paesi, tre dei quali (Francia, Italia e Spagna) con un rapporto debito/Pil a fine 2024 superiore al 90%, uno (la Finlandia) inferiore al 90% ma superiore al 60% e uno (la Romania) inferiore al 60%. Si può notare come tra i sei paesi con debito oggi superiore al 90% del Pil, Grecia e Portogallo non abbiano richiesto l'estensione a sette anni (il Belgio, come si è detto, non ha ancora presentato il Piano).

Una questione di cui si è molto discusso nel corso del 2024 riguardava le implicazioni sul grado di titolarità nazionale di una sequenza del processo di

¹⁴ La decisione della Commissione, per quanto comprensibile allo scopo di evitare di interferire sulla titolarità nazionale dei Piani presentati dai paesi, suscita perplessità, perché confonde due piani, il braccio “preventivo” e quello “correttivo” del PSC che concettualmente e legalmente sono e dovrebbero restare distinti. Si veda la discussione in EFB, 2024.

formazione dei piani che inizia con la trasmissione da parte della Commissione di una traiettoria di riferimento per la spesa netta coerente con la DSA. Si temeva che questo percorso finisse con il costringere i paesi a seguire quanto proposto dalla Commissione, confliggendo con l'obiettivo della titolarità nazionale. Alternativamente, si sarebbe invece potuto lasciare la prima mossa ai paesi, con la presentazione del piano e poi, successivamente, consentire la valutazione della Commissione alla luce della DSA.

Tabella 1 – La crescita media della spesa netta lungo l'orizzonte dei Piani a medio termine

	Piani a medio termine		Traiettoria della Commissione
	Crescita media della spesa netta	Anno finale	Crescita media della spesa netta
Cechia	3.1	2028	3.5
Danimarca	4.4	2028	5.8
Estonia	4.7	2028	3.1
Irlanda	5.3	2028	n.d.
Grecia	3.3	2028	3.1
Spagna	3.0	2031	2.8
Francia	1.1	2031	1.6
Italia	1.5	2031	1.5
Croazia	4.8	2028	4.0
Cipro	5.2	2028	4.9
Lettonia	4.1	2028	3.7
Lussemburgo	4.9	2028	n.d.
Malta	5.9	2028	5.9
Olanda	4.2	2028	3.2
Polonia	4.5	2028	4.5
Portogallo	3.6	2028	3.6
Romania	4.4	2031	5.2
Slovenia	4.5	2028	4.4
Slovacchia	2.0	2028	2.0
Finlandia	2.4	2031	1.5
Svezia	4.4	2028	4.5

Nota: La media utilizza il 2025 come punto di partenza. Per i paesi che non hanno ricevuto una traiettoria di riferimento, in quanto già sotto soglia per disavanzo e debito, la tabella mostra la crescita della spesa netta implicita nell'informazione tecnica sul saldo primario strutturale minimo.

In neretto i nomi dei paesi con gli scostamenti maggiori rispetto alla traiettoria della Commissione.

Fonte: European Commission (2024a).

La prima esperienza di applicazione del nuovo sistema consente di chiarire meglio queste preoccupazioni. In particolare, si possono trarre due conclusioni. La prima è che il “dialogo tecnico” tra Commissione e paese membro ha condotto in molti casi ad una revisione significativa delle ipotesi tecniche sottostanti la proposta iniziale della Commissione. Il profilo della traiettoria di spesa nei piani a medio termine approvati è spesso diverso da quello proposto dalla Commissione. Non solo per le ipotesi tecniche diverse ma anche per scelte di politica di bilancio dei paesi. Da questo punto di vista, il caso dell’Italia, descritto più avanti, è simile a quello di molti altri. La seconda conclusione è che, nella maggior parte dei casi (si veda la Tabella 1), le traiettorie dei piani approvati mantengono, pur con un profilo diverso, una crescita media (lungo l’orizzonte del piano) della spesa netta in linea, e talvolta inferiore, a quella proposta dalla Commissione.¹⁵ Come si può osservare dalla Tabella 1 le eccezioni riguardano soprattutto un gruppo di piccoli paesi (Estonia, Croazia, Cipro, Lettonia) che comunque presentano un rapporto debito/Pil stabilmente inferiore al 60% lungo l’orizzonte del piano e anche nel lungo periodo.

Casi diversi sono invece quelli della Finlandia e dell’Olanda. Per entrambi i paesi, i Piani presentano una crescita media della spesa netta superiore di circa un punto rispetto a quella proposta dalla Commissione. Come si è detto, il Piano della Finlandia è stato comunque approvato, mentre quello dell’Olanda è l’unico esempio di mancata approvazione. Una discussione dei due casi può essere utile per mettere in evidenza l’approccio che è stato seguito dalla Commissione che, come vedremo, tende a dare un ruolo preminente alle proiezioni di lungo periodo, oltre l’orizzonte temporale dei piani, nel formulare il proprio giudizio.

La Finlandia ha presentato un Piano a sette anni. Il disavanzo 2024 supera il valore di riferimento (3% del Pil) ma si tratta di fenomeno temporaneo (legato a una cattiva congiuntura macroeconomica) in quanto già nel 2025 rientrerebbe sotto la

¹⁵ Per un resoconto dettagliato delle differenze tra le ipotesi tecniche sulle principali variabili macroeconomiche adottate dalla Commissione e dai singoli paesi, cfr. Boivin e Darvas (2025). Le nostre conclusioni, anche riguardo alle traiettorie di spesa, sono analoghe in quanto basate sulle stesse informazioni. Per le traiettorie di spesa noi comunque consideriamo anche quelle dei paesi per i quali esse non erano incluse nella *prior guidance* della Commissione.

soglia senza bisogno di nuove misure di bilancio (ragione per cui a giugno 2024 il paese non è stato sottoposto alla procedura di disavanzo eccessivo). Il debito si manterrebbe intorno all'83% fino al 2028 per poi scendere di circa cinque punti nei tre anni successivi. La clausola di salvaguardia del debito (una riduzione media annua di 0,5 punti di Pil) sarebbe così soddisfatta. Il disavanzo si ridurrebbe lungo tutto l'orizzonte di previsione e si chiuderebbe nel 2031 con un leggero surplus. Le proiezioni di lungo periodo sono particolarmente favorevoli: nel 2041 il debito scenderebbe al 52,7% del Pil e il bilancio raggiungerebbe un surplus dell'1,6% del Pil.

TABELLA 2 Le implicazioni dei piani a medio termine di Finlandia e Olanda

Finlandia	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031		2041
Debito/Pil	81,7	83,2	83,9	83,6	82,9	81,4	79,7	78,2		52,7
Disavanzo/PIL	-3,7	-2,9	-2,0	-1,4	-0,9	-0,4	0	0,3		1,6

Olanda	2024	2025	2026	2027	2028		2038
Debito/Pil	45,0	46,7	49,7	50,1	51,1		70,7
Disavanzo/PIL	-1,8	-2,5	-3,4	-2,1	-2,5		-4,0

Fonte: Commissione europea

Al contrario l'Olanda, che ha presentato un Piano a quattro anni, parte da una situazione invidiabile: nel 2024 il debito e il disavanzo si collocavano, rispettivamente, al 45% e all'1,8% del Pil. Va ricordato che sulla base della nuova legislazione paesi come l'Olanda, con livelli di disavanzo e debito inferiori alle soglie di riferimento (rispettivamente, il 3% e il 60% del Pil) devono comunque presentare un Piano a medio termine che soddisfi le stesse condizioni richieste a tutti i paesi. Alla fine dell'orizzonte temporale del Piano (*adjustment period*), nell'anno t , il debito deve collocarsi su un sentiero plausibile di diminuzione o mantenersi al di sotto del 60%; nel medio termine (anno $t + 10$) il disavanzo deve restare sotto il 3%.¹⁶ L'unica differenza con gli altri paesi è che la Commissione nella sua *prior*

¹⁶ Regulation (EU) 2024/1263, artt. 11-16.

guidance non fornisce una traiettoria di spesa netta ma solo una “informazione tecnica” riguardo al saldo primario strutturale necessario per garantire che il disavanzo resti inferiore al 3% e che la clausola di salvaguardia sul disavanzo (tendere verso un disavanzo strutturale dell’1,5%) sia rispettata.¹⁷

Nel caso del Piano olandese, entrambi gli indicatori restano al di sotto delle soglie lungo tutto l’orizzonte del piano (*adjustment period*), fino al 2028. Tuttavia, secondo le proiezioni di medio termine a politiche date, le soglie verrebbero violate negli anni successivi: per il disavanzo già nel 2029 fino ad arrivare al 4% nel 2038, mentre il debito salirebbe oltre il 60% nel 2033 fino al 70,7% nel 2038. Per queste ragioni, la Commissione ha respinto il Piano olandese e chiesto al paese di formularne un altro, invito che non è stato però accettato. La posizione del governo olandese è ben sintetizzata nella risposta alla valutazione critica del Consiglio di Stato olandese (che, in linea con la valutazione della Commissione, aveva sottolineato il mancato rispetto delle regole del braccio preventivo): “Il governo ha compiuto il primo passo per ridurre strutturalmente la spesa pubblica. Ciò permetterà di mantenere le finanze pubbliche al di sotto dei valori di riferimento europei durante il mandato del governo, ad eccezione di un imprevisto nel 2026. Tuttavia, nel lungo periodo, le finanze pubbliche peggioreranno, in particolare a causa dell’aumento dei costi legati all’invecchiamento della popolazione e della crescita della spesa per interessi. Il governo riconosce che, sulla base delle stime più recenti, i Paesi Bassi devono affrontare una sfida di bilancio aggiuntiva per conformarsi al braccio preventivo delle regole fiscali europee. Tuttavia, fintanto che le finanze pubbliche olandesi rimangono entro i valori di riferimento europei, la Commissione non può imporre misure di esecuzione” (Raad van State 2024, pp. 49 ss.).

È difficile non condividere la posizione del governo olandese. I Piani a medio termine non sono un esercizio che viene fatto una volta per tutte. È importante che il lungo periodo (il 2038!) entri nella valutazione degli interventi, ma questo non può rappresentare l’elemento decisivo per valutare i Piani, soprattutto alla luce della grande incertezza che necessariamente caratterizza stime di lungo periodo. La

¹⁷ Regulation (EU) 2024/1263, art. 9.

Commissione ha risposto che si è limitata ad applicare la normativa, ma questo, se possibile, è ancora più preoccupante, perché vuol dire che la normativa dà un peso eccessivo a stime necessariamente opinabili. Concentrarsi sulle proiezioni di lungo termine potrebbe non fornire una guida appropriata per comprendere e affrontare le questioni attuali a breve e medio termine: non sempre ci si può permettere di ignorare le questioni correnti per perseguire la stabilità futura. “But this long run is a misleading guide to the current affairs” (J.M. Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, 1923).

5. Gli aspetti tecnici

La prima applicazione della riforma consente anche di rispondere alla domanda di come in pratica sono state risolte alcune questioni tecniche rimaste in pregiudicato nella formulazione della iniziale proposta della Commissione e nella loro successiva traduzione nei testi legislativi. Cominciamo con la definizione della traiettoria relativa al nuovo indicatore della spesa netta. La traiettoria di riferimento elaborata dalla Commissione si basa sulla formula seguente (MEF 2024a, p. 19):

$$\begin{aligned}
 (1) \quad & \textit{Tasso di crescita della spesa netta}_{\textit{anno } t} \\
 &= \textit{Crescita del Pil potenziale reale}_{\textit{anno } t} \\
 &+ \textit{Variazione del deflatore del Pil}_{\textit{anno } t} \\
 &- \frac{\textit{Correzione Saldo primario strutturale}_{\textit{anno } t}}{\textit{Spesa primaria}_{2024} / \textit{Pil nominale}_{2024}}
 \end{aligned}$$

La variazione del deflatore implicito del Pil è desunta dalle previsioni macro alla base del Piano a medio termine e dalle stime dell’inflazione futura da parte della Commissione. La correzione annua del saldo primario strutturale è quella desunta dalla DSA; si tratta, cioè, di quanto necessario perché alla fine del periodo di riferimento del piano (quattro o sette anni) il rapporto debito su Pil sia posto su un percorso plausibilmente decrescente¹⁸. Se dunque la DSA non impone alcuna

¹⁸ Il termine “plausibilmente decrescente” viene interpretato con il fatto che le simulazioni della DSA, che tengono conto della possibile occorrenza di numerosi shocks e della loro correlazione come storicamente avvenuta in passato, attribuiscono comunque una probabilità maggiore o uguale al 70% che il rapporto

correzione del saldo primario strutturale allora la spesa netta deve crescere nella stessa misura del Pil potenziale espresso in termini nominali; ciò implica che anche la spesa primaria resti invariata in rapporto al Pil potenziale nominale e, data l'ipotesi di una elasticità unitaria delle entrate al Pil potenziale nominale, lo stesso avvenga anche per il saldo primario. Se invece la DSA impone una correzione del saldo primario strutturale, allora la spesa netta deve crescere meno del Pil potenziale nominale. Di quanto meno, è indicato dal fattore di correzione sul lato destro dell'equazione.

In termini analitici, indicando con b il saldo primario strutturale, con r le entrate strutturali e con g la spesa primaria strutturale (tutte variabili espresse in rapporto al Pil potenziale nominale), la variazione del saldo primario strutturale nell'anno t rispetto all'anno $t - 1$ è pari a $\Delta b_t = \Delta r_t - \Delta g_t$. Assumendo che le entrate strutturali si muovano in linea con il Pil potenziale (l'elasticità delle entrate al Pil è pari a uno), la variazione delle entrate strutturali si riduce semplicemente al gettito aggiuntivo derivante, rispetto all'anno precedente, da eventuali misure discrezionali. In simboli $\Delta r_t = (dr)_t$, dove dr sono le DRM, *discretionary revenue measures* (sempre in rapporto al Pil). Quindi, la variazione del saldo strutturale coincide con la dinamica della spesa primaria al netto delle DRM: $\Delta b_t = (dr)_t - \Delta g_t$. Da cui la regola di crescita della spesa netta coerente con un dato miglioramento del saldo primario, diciamo $(\Delta b_t)^*$:

$$(2) \quad g_t - (dr)_t - g_{t-1} = -(\Delta b_t)^*$$

La spesa primaria al netto delle DRM può crescere in linea con il Pil potenziale se non è necessaria una correzione del saldo primario. In caso contrario, il rapporto tra spesa primaria netta e Pil deve scendere in misura tale da garantire il miglioramento del saldo primario prescritto dalla DSA. L'equazione (2) esprime, in termini di rapporti al Pil potenziale, la regola in modo facilmente comprensibile. Non è chiaro perché la Commissione abbia proposto la trasposizione della (2) in termini di tasso di crescita della spesa netta nominale. Per di più l'equazione (1) è una riformulazione approssimata della (2), risulta molto meno chiara e le stesse

debito su Pil si riduca a fine periodo e per i successivi 10 anni a politiche invariate e tenendo conto dei costi addizionali sul bilancio indotti dall'invecchiamento della popolazione.

approssimazioni possono produrre distorsioni. Nell' Appendice in fondo a questo paragrafo ricaviamo, con un po' di algebra, una formula esatta per il tasso di crescita nominale della spesa netta a partire dall'equazione (2).

Le approssimazioni, tuttavia, non riguardano solo l'algebra ma anche il contenuto delle variabili utilizzate. La variabile che guida tutto il processo è il saldo primario strutturale, cioè un saldo primario corretto per il ciclo, dove la correzione richiede la stima dell'output gap in ogni anno e il calcolo delle relative elasticità di spesa ed entrate relative al gap per correggere il saldo primario osservato e in questo caso stimato per il futuro.¹⁹ Si usa, cioè, una correzione del ciclo basata sull'output gap per stimare l'evoluzione desiderata di una variabile, la spesa netta che, come si vedrà più avanti, è anch'essa corretta per il ciclo, ma con meccanismi diversi e non necessariamente congruenti. Infine, se il fatto di stimare la crescita del Pil potenziale su un periodo più lungo dovrebbe renderlo meno suscettibile alle continue revisioni annuali del passato, è anche vero che nel lungo periodo le stime diventano necessariamente più incerte. In particolare, se l'incertezza è accettabile nei primi anni di durata del Piano, attribuire un valore normativo a stime di crescita del Pil potenziale che si allungano fino ad un decennio successivo alla fine del Piano è molto discutibile, tanto più che per costruzione²⁰ queste stime sono indipendenti dalle azioni di un governo, per esempio non dipendono dalle riforme e dagli investimenti *pro-growth* a cui pure un paese si deve impegnare per ottenere l'allungamento a sette anni del Piano. Date tutte queste difficoltà, ci sarebbe aspettati

¹⁹ Per un'illustrazione del metodo delle semi-elasticità di spese e entrate all'output gap usato dalla Commissione per la stima del saldo strutturale, si veda Moirre, Poissonier e Lausegger (2019). La BCE usa, invece, un metodo disaggregato, con stime separate per le principali voci di bilancio. Per un confronto tra i due metodi, cfr. European Central Bank (2014).

²⁰ Si ricorda che nella logica, un po' semplicistica, della letteratura macroeconomica da cui prende spunto il meccanismo di sorveglianza della Commissione, il Pil potenziale rappresenta una misura della capacità di offerta di un'economia, il livello massimo di prodotto ottenibile con il pieno utilizzo dei fattori produttivi coerente con un'inflazione stabile. Su questa interagisce la domanda aggregata, che a sua volta dipende dalle politiche monetarie e fiscali, nel determinare il Pil effettivo. In pratica, il Pil potenziale è stimato dalla Commissione tramite una funzione di produzione di tipo Cobb-Douglas, dove i fattori di produzione sono il lavoro al netto di una particolare definizione del tasso di disoccupazione naturale (*non-accelerating-wage rate of unemployment* NAWRU) e lo stock di capitale. Stimare il Pil potenziale e la sua evoluzione futura significa di fatto stimare e rimuovere dal fattore lavoro e dalla produttività totale dei fattori la componente ciclica, un esercizio che viene svolto con tecniche statistiche. Il NAWRU viene stimato a sé stante utilizzando la curva di Phillips.

come minimo una nota tecnica da parte della Commissione che spiegasse i problemi e giustificasse l'approccio, nota che tuttavia è assente. Un approccio alternativo, che risolverebbe i problemi qui segnalati, sarebbe di utilizzare, almeno per l'orizzonte dei primi quattro anni (l'orizzonte che, di fatto, è quello cogente per il braccio preventivo), come “regola” semplicemente il sentiero della spesa netta desunto dal Piano approvato. Va osservato che, a giudicare dalla prima applicazione, i paesi sono liberi di usare questo approccio. Nel piano italiano per i primi tre anni (2025-2027) il tasso di crescita della spesa netta non è calcolato usando la formula della Commissione ma “è effettuato a partire dalle previsioni programmatiche di finanza pubblica del Piano e considerando le varie sotto voci di spesa e le misure discrezionali di entrata (DRM) da escludere dall'aggregato” (MEF 2024, p. 26).

Il secondo aspetto che viene chiarito dalla prima applicazione del framework riguarda la definizione della stessa spesa netta, cioè il modo con cui vengono introdotte le varie correzioni necessarie alla spesa primaria per calcolare l'indicatore. Ad illustrazione, la tabella 3 riporta il calcolo relativo al 2024 e al 2025 per il caso italiano, riprendendo le stime dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio.

Tabella 3 Il calcolo della spesa netta dell'Italia nel 2024 e 2025

		2023	2024	2025
	PIL nominale	2.128,0	2.189,7	2.262,4
(a)	Spesa primaria	1.066,9	1.018,6	1.052,5
	(Spesa primaria in % del PIL)	(50,1)	(46,5)	(46,5)
(b)	Spesa ciclica sussidi disoccupazione	-1,9	-3,9	-5,1
(c)	Spese una tantum	2,1	1,0	1,8
(d)	Spesa da fondi UE	23,4	8,3	18,6
(e)	Co-finanziamenti	2,9	4,5	4,6
(f)	Spesa netta prima delle DRM (= a-b-c-d-e-f)	1.040,4	1.008,7	1.032,6
	Tasso di variazione		-3,0	2,4
(g)	Variazioni entrate discrezionali (DRM)	8,3	-15,6	10,4
	Entrate una tantum	8,1	3,8	3,1
(h)	Variazioni entrate una tantum		-4,3	-0,7
(i)	DRM al netto variaz. una tantum entrate (= g-h)		-11,4	11,2
(l)	Spesa netta (=f-i)		1.020,1	1.021,4
	Tasso di variazione (*)		-1,9	1,3

(*) Il tasso di variazione della spesa netta considera la differenza tra spesa netta al tempo t e spesa netta prima dell'impatto delle DRM a $t-1$ in percentuale di quest'ultima.

Fonte UPB (2024b) p. 51.

La Tabella 3 suggerisce diverse osservazioni. La prima è che una volta tolta la spesa finanziata dalla UE (con relativo cofinanziamento nazionale) e le varie “una tantum”, le correzioni per il ciclo contano molto poco, circa 5 miliardi nel 2025 su una spesa totale che supera i 1.000 mld. Questa limitata correzione va confrontata con la complessità della metodologia utilizzata per calcolarla. Come si vede dalla Tabella 3, invece semplicemente di sottrarre dalla spesa primaria la spesa per sussidi per disoccupazione (o più in generale, la spesa per tutti gli stabilizzatori automatici), si è scelto di depurare quest’ultima della sua sola componente ciclica. Ciò ha significato utilizzare il tasso di disoccupazione naturale (lo stesso che è alla base del calcolo del Pil potenziale) per calcolare quanto si sarebbe dovuto spendere per la disoccupazione se il Pil fosse stato al livello potenziale, correggendo il dato effettivo per la differenza²¹. Una complicazione inutile, indotta per evitare opinabili effetti di azzardo morale e che ha il solo effetto, viste le cifre in gioco, di rendere più complicato e meno trasparente il calcolo.

Lo stesso si potrebbe dire per la correzione per le entrate discrezionali, DRM, e per le voci una tantum la cui composizione, per esperienza diretta degli autori di questo articolo è del tutto incomprensibile e impossibile da ricostruire senza la guida della stessa Commissione. A questo proposito si rinvia a OCPI (2023) e, per l’esperienza dei fiscal councils, a Marinheiro (2021).

Per riassumere. La logica sottostante al concetto di spesa netta è in linea di principio molto semplice; si tratta di offrire un’approssimazione semplice del saldo primario corretto per il ciclo. L’approssimazione doveva portare ad escludere le componenti cicliche del bilancio: le entrate direttamente legate al ciclo e alcune voci di spesa, in particolare quelle per i sussidi di disoccupazione e per il contrasto della povertà. Se questa è la logica non si capisce per quale motivo mentre le entrate vengono tutte escluse dall’indicatore, tra le voci di spesa viene esclusa solo la

²¹ Tra parentesi, questa è la ragione per cui nella tabella la spesa per sussidi di disoccupazione entra con il segno meno e quindi *va aggiunta* alla spesa primaria per ottenere la spesa netta. Secondo la Commissione, l’Italia presenta un output gap positivo nel 2023-2025 (il Pil è più elevato di quanto dovrebbe) e conseguentemente il paese spende meno per la disoccupazione di quanto dovrebbe, cioè di quanto spenderebbe se il Pil fosse al potenziale e la disoccupazione al livello naturale. Questa spesa mancata viene aggiunta alla spesa primaria per stimare la spesa netta.

componente ciclica dei sussidi di disoccupazione utilizzando ancora una volta una variabile non osservabile, il tasso naturale di disoccupazione. In questo modo, una componente non osservabile entra direttamente nel calcolo della spesa netta. Va tenuto presente che assumendo, da un lato, che tutte le voci di entrata rispondono al ciclo e vanno quindi escluse, si commette un errore di approssimazione di circa il 10% (nel 2023, le voci acicliche, ovvero le “altre entrate” correnti e in conto capitale e le “imposte in conto” capitale assommano a 111 miliardi su un totale entrate di 992 miliardi). Dall’altro lato, se si seguisse per la spesa lo stesso approccio, senza calcolare componenti cicliche di dubbio valore, si escluderebbero voci che pesano solo per circa l’1% della spesa primaria totale (nel 2023 la spesa per indennità di disoccupazione e assegni di integrazione salariale è di 14 miliardi a fronte di una spesa primaria di 1.067 miliardi).²²

Di fatto, la nuova regola sulla spesa è una riedizione del vecchio *expenditure benchmark* (EB) a cui si è già accennato in precedenza²³. La finalità originale dell’EB era quella di integrare la regola sull’OMT (basata sul saldo strutturale) garantendo che la crescita della spesa netta non fosse superiore a quella del prodotto potenziale e aiutando così a raggiungere l’OMT. Nel dibattito, tuttavia, era già stata sottolineata, soprattutto nell’ambito del network delle Istituzioni fiscali indipendenti la complessità e scarsa trasparenza di questo indicatore (si rinvia per un’analisi approfondita al lavoro di un membro del *fiscal council* portoghese, Marinheiro 2021). Si poteva dunque sperare che questa volta si sarebbe utilizzato un indicatore diverso; all’interno dei piani di medio termine, come si è detto, ci sono tutti gli elementi per costruire un indicatore di spesa netta più coerente con la logica del nuovo sistema. Ha invece prevalso una logica conservativa; la paura di dover rinunciare ad una metodologia consolidata di cui la Commissione è titolare. Il problema è che così facendo si è fallito uno degli obiettivi principali della riforma: depotenziare il ruolo svolto da variabili non osservabili. Si è fallito anche un secondo

²² Per le entrate e il totale della spesa primaria i dati sono tratti dal conto della PA a legislazione vigente (MEF, 2024, p. 181). Il dato della spesa per gli ammortizzatori sociali è di fonte Istat (Conti della protezione sociale).

²³ Eccetto che la EB includeva solo una quota degli investimenti svolti in un dato anno (erano spalmati su più periodi) mentre la spesa netta attuale include il totale di questi.

obiettivo: rendere più trasparente il sistema delle regole europee, così sperabilmente aumentando la titolarità nazionale. In conclusione, la metodologia scelta ha l'effetto non solo di rendere più complesso il calcolo ma, soprattutto, di renderlo impossibile da replicare per un osservatore esterno senza una serie di interazioni con la stessa Commissione.

APPENDICE AL PAR. 5 LA FORMULA DELLA COMMISSIONE

Partiamo dall'equazione (2):

$$g_t - (dr)_t - g_{t-1} = -(\Delta b_t)^*$$

Indicando con la lettera maiuscola le variabili in livello, si ha:

$$\frac{G_t}{P_t Y_t} - \frac{G_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} - \frac{DR_t}{P_t Y_t} = -(\Delta b_t)^*$$

dove Y è il Pil potenziale reale e P il deflatore del Pil.

Dividendo tutto per $G_{t-1}/P_t Y_t^P$, si ottiene

$$\frac{G_t}{G_{t-1}} - \frac{P_t Y_t^P}{P_{t-1} Y_{t-1}^P} - \frac{DR_t}{G_{t-1}} = -\frac{(\Delta b_t)^*}{G_{t-1}/P_t Y_t}$$

Indicando con $\hat{}$ il tasso di variazione di una variabile:

$$(1 + \hat{G}_t) - (1 + \hat{P}_t)(1 + \hat{Y}_t) - \frac{DR_t}{G_{t-1}} = -\frac{(\Delta b_t)^*}{G_{t-1}/P_t Y_t}$$

Il tasso di variazione della spesa primaria netta è definito come:

$$\widehat{GN}_t \equiv \frac{G_t - DR_t - G_{t-1}}{G_{t-1}} = \hat{G}_t - \frac{DR_t}{G_{t-1}}$$

Quindi

$$\widehat{GN}_t = (1 + \hat{P}_t)(1 + \hat{Y}_t) - 1 - \frac{(\Delta b_t)^*}{G_{t-1}/P_t Y_t}$$

Questa è la formula esatta, che si può confrontare con l'approssimazione proposta dalla Commissione:

$$\widehat{GN}_t = \hat{P}_t + \hat{Y}_t - \frac{(\Delta b_t)^*}{G_{2024}/Y_{2024}}$$

Si tratta di una approssimazione per parecchie ragioni. Come suggerito nel testo, l'ipotesi di una elasticità unitaria di tutte le entrate al Pil è un'ovvia esagerazione; mancano inoltre nella definizione di spesa netta qui adottata per la derivazione delle formule le altre componenti che andrebbero sottratte dalla spesa primaria (a cominciare dai fondi europei e relativi co-finanziamenti nazionali) per costruire l'indicatore. Infine, il fatto di usare il rapporto spesa primaria su Pil (effettivo) del 2024 sul lato di destra dell'approssimazione usata dalla Commissione, invece del rapporto tra spesa primaria su Pil (strutturale) dell'anno prima come si dovrebbe fare usando la regola "corretta", induce una dinamica della spesa netta non coincidente con quella che sarebbe in linea di principio ottimale.

Specificamente, per il caso italiano, l'uso del rapporto del 2024 induce nel 2025 una dinamica meno restrittiva per la spesa netta di quanto sarebbe in teoria necessario, anche se come abbiamo discusso nel testo, in realtà il governo per i primi anni ha abbandonato la metodologia della Commissione e usato i propri strumenti di programmazione. Questo perché quello che si sarebbe dovuto usare secondo la formula corretta è il rapporto tra spesa primaria strutturale e Pil strutturale nel 2024, un valore che è *maggiore* di quello usato nell'approssimazione, visto che l'Italia nel 2024, secondo la Commissione, presenta un output gap positivo. Viceversa, nel medio termine, l'uso della approssimazione invece della formula corretta induce una dinamica della spesa netta *più restrittiva* di quanto sarebbe in teoria necessario. Questo perché come si è visto nel testo, la spesa netta è di fatto molto vicina alla spesa primaria (la correzione è inferiore al 5%) e nel percorso di aggiustamento la spesa netta viene fatta crescere meno del Pil nominale. Nei 7 anni del Piano, dunque, il rapporto spesa primaria su Pil si riduce e se di questo si tenesse conto nel calcolare la dinamica della spesa netta, come si dovrebbe fare sulla base della formula corretta, la crescita consentita alla spesa netta sarebbe *maggiore* di quanto si ricava dall'approssimazione.

6. *Il Piano italiano di medio termine*

In Italia, il governo ha presentato il Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine in lieve ritardo, il 27 settembre 2024 (per aspettare la pubblicazione della revisione dei conti nazionali da parte dell'Istat, come poi diremo) e lo ha trasmesso alla Commissione il 15 ottobre assieme al Documento Programmatico di Bilancio, DPB. Il disegno di legge di bilancio per il 2025 è stato presentato subito dopo, il 20 ottobre. Sia il DPB che la legge di bilancio si basano sulle stime e gli impegni presi nel Piano.

Il Piano italiano copre gli anni 2025-2031 e come accennato, prende le mosse dai numeri della finanza pubblica per il 2024, come stimati alla luce della rivalutazione dell'ISTAT della contabilità pubblica, pubblicata il 23 settembre. Come noto, la revisione dell'ISTAT ha messo i conti pubblici italiani in una luce più favorevole rispetto a quanto ipotizzato in precedenza, nel DEF di aprile 2024 ma anche nelle previsioni di primavera della Commissione, su cui era stata costruita la traiettoria proposta al paese a giugno 2024²⁴. In particolare, l'ISTAT ha rivisto al rialzo la crescita del Pil italiano nel quinquennio precedente (oltre a rivederne la composizione settoriale); di conseguenza, i parametri europei, come il rapporto tra deficit e Pil o debito e Pil sono tutti stati rivisti al ribasso rispetto alle previsioni originali. La rivalutazione dell'ISTAT si ferma al 2023; ma naturalmente, la revisione ha anche effetti di trascinamento sulle previsioni per gli anni successivi e questa è stata utilizzata come base per le simulazioni effettuate dal governo nel Piano. Limitandosi solo a qualche numero indicativo, l'indebitamento netto nel 2024 è ora previsto al 3.8% del Pil (dal 7.2% del 2023), il saldo primario già in area positiva (allo 0.1%, a fronte del -3.5% del 2023) e il debito su Pil al 135,8%. Su quest'ultimo indicatore ha influito in particolare, oltre alla crescita reale elevata del

²⁴ Vale la pena forse osservare che queste traiettorie, benché suggerite ai paesi a giugno 2024, sono state rese pubbliche solo assieme alla presentazione dei Piani nazionali da parte dei diversi paesi. Questo per evitare possibili effetti indesiderati sui mercati finanziari, che avrebbero potuto altrimenti interpretare i suggerimenti delle traiettorie come il "vero" aggiustamento richiesto e ogni deviazione da queste prevista nel Piano, anche se successivamente approvato dalla Commissione, come un rilassamento rispetto al necessario. Va detto anche che, contro tutte le aspettative, l'embargo ha funzionato; le traiettorie per i diversi paesi non sono circolate sui media fino alla presentazione dei Piani relativi.

2021 (+8,2%) e 2022 (+4,2%), anche lo shock inflazionistico del 2022-2023, che ha generato uno *snowball effect* particolarmente favorevole (la differenza tra crescita nominale e costo medio del debito, moltiplicata per il livello preesistente del rapporto debito su Pil, molto elevato nel caso italiano). Questo spiega perché, nonostante gli ampi disavanzi²⁵ registrati nel 21-22, il debito pubblico italiano sul Pil nel 2023 si sia ridotto di quasi 20 punti rispetto al picco raggiunto nel 2020, l'anno della pandemia. Spiega anche perché, con il ridimensionamento dell'inflazione, il rapporto risulti nuovamente in crescita nel 2024 rispetto al 2023, una tendenza che si manterrà nei prossimi anni per il concretizzarsi dei crediti fiscali per i bonus edilizi in minori pagamenti di imposte (si veda la nota 22) che porteranno l'aggiustamento stock-flussi a livelli eccezionali (l'1% del Pil nel 2024, il 2% nel 2025 e 2026 per poi diminuire fino ad annullarsi solo nel 2030).

Piuttosto, quello che ha stupito molti osservatori (Bordignon e Rizzo, 2024, OCPI, 2024), inclusi i vari enti invitati nelle audizioni parlamentari sul Piano (UPB, Banca d'Italia, etc.) è che questo netto miglioramento nel 2024 sia legato soprattutto ad un aumento inatteso delle entrate (per circa 16 miliardi, 14 miliardi di entrate tributarie e 2 miliardi di altre entrate correnti), che sembra certo per il 2024 ma di cui manca ancora una spiegazione precisa.

Il governo non solo ha considerato queste entrate inattese nelle stime per il 2024 (mentre la prassi per questo tipo di entrate era casomai di contabilizzarle a consuntivo) ma ha anche assunto che l'incremento sia *strutturale* e si mantenga in percentuale su Pil anche in tutti gli anni successivi coperti dal Piano. È questo buon andamento strutturale delle entrate, assieme agli altri parametri e agli interventi

²⁵ Dietro gli elevati disavanzi registrati dall'Italia negli anni tra il 2021 e il 2023 c'è anche la decisione presa da Eurostat di conteggiare i crediti fiscali per i bonus edilizi per competenza piuttosto che per cassa, cioè, considerandoli spesi negli anni in cui vengono attivati, piuttosto che negli anni in cui eserciteranno i loro effetti, sotto forma di detrazioni dalle imposte dovute. Questa decisione ha inflazionato l'indebitamento netto e il deficit primario di quegli anni con l'effetto però di ridurlo negli anni successivi, dopo la definitiva abolizione dell'incentivo (avvenuta a febbraio 2024). Al contrario, il debito (che è un concetto di cassa) non è stato influenzato dalla componente degli elevati disavanzi del 2021-23 indotti dal Superbonus, ma lo sarà in futuro per via dei mancati pagamenti delle imposte, nonostante i livelli più ridotti di indebitamento. Nello spiegare le decisioni prese dal governo italiano nel Piano il fatto che il debito su Pil sia comunque destinato a salire nei prossimi 3-4 anni per la *legacy* del Superbonus, nonostante il processo di aggiustamento ipotizzato, gioca un ruolo rilevante.

previsti, che consente di finanziare il percorso di spesa netta proposto dal governo (e su cui torniamo).

C'è qui però un elemento strategico che è sfuggito al dibattito (si veda anche Marchionni, 2024). Se queste entrate sono *strutturali* (e considerate come tali dalla Commissione nella sua valutazione del Piano), anche se poi non dovessero realizzarsi in pratica, il governo è titolato a mantenere invariata la spesa netta al livello previsto, senza incorrere in difficoltà per quello che riguarda il rispetto delle regole europee. Certo, minori entrate rispetto alle previsioni implicherebbero anche un deficit maggiore del previsto, ma a meno che questo non superi il fatidico 3% delle regole di Maastricht questo non rileva per la sorveglianza europea, che si basa *solo* sul rispetto del percorso di spesa netta proposto.

Ma che cosa chiedeva la Commissione e che cosa prevede il governo nel Piano? Sulla base delle sue stime di giugno 2024, la Commissione aveva suggerito al governo una crescita della spesa netta pari all'1,6% nel 2025 e nel 2026, per poi ridurla ulteriormente negli anni successivi (con una media nel periodo 2025-2031 pari all'1,5% all'anno). Come già detto, queste stime della Commissione si basavano su una fotografia della situazione finanziaria relativa all'anno di riferimento, il 2024, come nota ad aprile 2024, cioè con dati peggiori di quanto risulta sulla base della rivalutazione ISTAT e delle sue estensioni al 2024. Tant'è che lo stesso documento del governo presenta una simulazione, basata sulla metodologia della Commissione ma con i nuovi dati per il 2024 (come noti a settembre 2024), dove si osserva che il percorso della spesa netta richiesta per ottenere gli stessi risultati sia decisamente più morbida, con un tasso di crescita della spesa netta pari al 2,3 -2,2% nel 2025 e 2026 e una crescita complessiva nel periodo 2025-2031 pari all'1.9%.

Per riassumere, il governo italiano avrebbe potuto ragionevolmente chiedere, alla luce dei nuovi dati certificati da ISTAT, un percorso di aggiustamento più moderato di quanto richiesto dalla Commissione a giugno²⁶. Ha fatto esattamente il contrario. Ha tenuto l'obiettivo originario della crescita della spesa netta media

²⁶ Si osservi che le previsioni di autunno della Commissione, presentate il 15 novembre 2024, tengono conto delle modifiche introdotte da Istat, nonché del DPB presentato dal governo il 15 ottobre. Per esempio, il deficit italiano nel 2024 è ora stimato al 3,8% del Pil, in linea con quanto ipotizzato dal governo, mentre a primavera e per il calcolo della traiettoria a giugno, era stimato al 4,4%.

annua nel periodo (+1.5%) ed ha accelerato il processo di aggiustamento, impegnandosi a contenere la crescita della spesa netta all'1.3% nel 2025 (mentre la Commissione chiedeva l'1.6%) e all'1.6% nel 2026 (lo stesso della Commissione, ma su una base di partenza più bassa). La ragione è che l'obiettivo dichiarato dal governo è uscire dalla procedura di infrazione già nel 2026 (riportando il deficit su Pil sotto il 3%), mentre con la proposta della Commissione avrebbe raggiunto lo stesso obiettivo solo nel 2029 o nel 2030. Come si è notato in precedenza, l'Italia dovrebbe essere il primo tra i paesi attualmente in EDP ad uscire dalla procedura.

Si tratta di una scelta pesante, ma che è difficile non condividere²⁷.

Come già detto, nonostante il processo di aggiustamento ipotizzato, il rapporto debito su Pil continuerà a salire nei prossimi anni (nelle previsioni del governo dovrebbe ricominciare a scendere solo dal 2027 in poi, con il venir meno degli effetti del Superbonus, riportandosi a fine periodo allo stesso livello del 2023) e in questa situazione era dunque importante dare un segnale forte ai mercati e alle agenzie di rating. La scelta ha pagato, nel senso che il rating italiano nelle valutazioni successive delle agenzie internazionali è o rimasto stabile o migliorato e dalla presentazione del Piano (e della legge di bilancio che ne ha confermato i numeri) lo spread sui titoli di stato (rispetto agli analoghi titoli tedeschi) si è ridotto di circa 35-40 punti, collocandosi stabilmente attorno ai 100-110 punti. Questo offre respiro ai conti pubblici, ma anche al settore privato, visto che i tassi sui titoli pubblici finiscono con l'influenzare anche quelli richiesti dal mondo bancario per finanziare famiglie e imprese.

Guardando invece al medio periodo, quello che si propone il governo con il Piano è riportare l'avanzo primario strutturale, ora stimato attorno a - 0.5% del Pil, al 2.2% del Pil nel 2029 con una correzione di circa 3 punti complessivi. L'aggiustamento dovrebbe poi continuare meccanicamente²⁸ nei due anni

²⁷ Va anche ricordato che dal 2024 l'Italia è sotto procedura per deficit eccessivo e la legislazione europea impone una correzione minima annuale pari allo 0.5% del Pil del disavanzo primario strutturale (solo quello primario nel periodo di transizione fino al 2027). Il percorso proposto dal governo soddisfa pienamente questo vincolo sul primario.

²⁸ Da un punto di vista tecnico, un Piano è sempre al massimo di cinque anni. Anche il Piano italiano copre solo il periodo 2025-29. L'estensione ai due anni finali è un esercizio meccanico svolto usando le stime della Commissione.

successivi, fino a raggiungere il 3,2% nel 2031 (molto vicino al 3,3% delle traiettorie proposte dalla Commissione) per poi rimanere a questo livello (data l'ipotesi di invarianza delle politiche) per tutti i 10 anni successivi.

Un avanzo primario superiore al 3%, oltretutto mantenuto per un decennio, è un obiettivo molto ambizioso. Viceversa, un avanzo primario attorno al 2-2,5% del Pil non è molto diverso da quanto l'Italia ha conseguito storicamente nel decennio precedente alla crisi pandemica (attorno all'1.5-2% del Pil). Ma mentre l'Italia in quel periodo non è riuscita a ridurre il debito, solo a stabilizzarlo, per la caduta della crescita reale (le due grandi crisi degli anni 2000) e la bassa crescita nominale (l'inflazione nell'area euro è rimasta inferiore all'1% per anni), se il paese riuscisse a mantenere in futuro la crescita nominale annuale media prevista nei primi cinque anni del Piano (il 2.9%, 2 punti di deflatore e 0.9% di crescita media) un avanzo primario attorno al 2,5% dovrebbe essere sufficiente a mettere il rapporto debito su Pil su un percorso stabilmente decrescente, purché i tassi di interesse sul debito pubblico rimangano moderati²⁹. Nel Piano proposto dal governo questo non succede perché, come discusso più avanti, dopo i primi cinque anni, le stime del Tesoro sulla crescita del Pil si allineano ai tassi di crescita potenziale stimati dalla Commissione che comportano una crescita molto più moderata, necessitando di conseguenza un avanzo primario più elevato, il 3,2% appunto, per soddisfare i vincoli sulla riduzione del debito.

Fare previsioni sensate sull'evoluzione dei tassi di interesse futuri (da cui dipende il costo del debito) è naturalmente molto difficile. Tuttavia, è ragionevole supporre che, se il governo riuscisse davvero a mantenere nei prossimi anni gli impegni assunti nel Piano, i tassi di interesse dovrebbero restare moderati, alla luce anche del progressivo allentamento in corso della politica monetaria (che di per sé tende a ridurre gli spreads). Inoltre, è bene ricordare che il rispetto dei vincoli europei è una condizione facilitante per l'attivazione del TPI (*Transmission Protection Instrument*), il nuovo strumento che la BCE si è data nel luglio del 2022 per

²⁹ Dalla formula di accumulazione del debito su Pil, in assenza di *stock-flow adjustments*, con una crescita nominale del 2,9% e un rapporto debito su Pil iniziale attorno al 140%, il rapporto debito su Pil si riduce se il costo del debito è inferiore al 4.6% del Pil e si riduce di 1 punto se questo è inferiore al 3.9%.

contrastare l'aumento degli spread. Indipendentemente dal fatto che lo strumento venga poi effettivamente usato, in ogni caso una decisione autonoma della BCE, la percezione di una sua più facile possibile attivazione *ex ante* rappresenta comunque una forma di ulteriore assicurazione per gli investitori, di per sé conducendo ad una riduzione nel premio di rischio sui titoli di stato.

C'è un secondo aspetto che merita osservare. Nel formulare il Piano, il governo (in accordo con la Commissione con la quale durante l'estate si è svolto un serrato "dialogo tecnico" e che ha poi approvato il Piano) ha bypassato la metodologia della Commissione per il calcolo della spesa netta ed ha usato invece i suoi usuali strumenti di previsione per il quadro macroeconomico (il modello econometrico del MEF), validati per il quadro a legislazione vigente dall' UPB (Ufficio Parlamentare di Bilancio).

Come si è osservato in precedenza, l'Italia è da questo punto di vista in buona compagnia, in quanto molti altri paesi si sono discostati nei loro piani in modo significativo dalle ipotesi tecniche e dalla proposta iniziale della Commissione. È comunque utile rimarcarlo perché benché non previsto dalla nuova legislazione, c'era la preoccupazione diffusa che le traiettorie di riferimento della Commissione diventassero eccessivamente vincolanti per i paesi, così riducendo gli aspetti di titolarità nazionale del Piano. È importante anche perché la metodologia della Commissione impone una serie di ipotesi tecniche comuni a tutti i paesi, ma in quanto tali non valide per ciascun paese. Utilizzando i propri modelli, il MEF ha evidentemente convinto la Commissione della superiorità delle stime nazionali, almeno in questo caso.

Piuttosto quello che impressiona è il profilo particolarmente debole di crescita del Pil potenziale italiano assunto nel Piano (Figura 1), che riflette in larga misura le stime della Commissione. Da un tasso di crescita annuale poco superiore all'1% all'inizio del percorso di aggiustamento nel 2024-25, si riduce rapidamente fino a raggiungere lo 0,3% annuo a fine periodo nel 2031, ridursi ancora allo 0,2% nei due anni successivi e ricominciare a riprendersi solo dopo il 2035. La ripresa successiva al 2035 è tuttavia il risultato di un'ipotesi tecnica di convergenza verso la media

europea utilizzata dalla Commissione, piuttosto che essere basata su qualche fatto concreto.

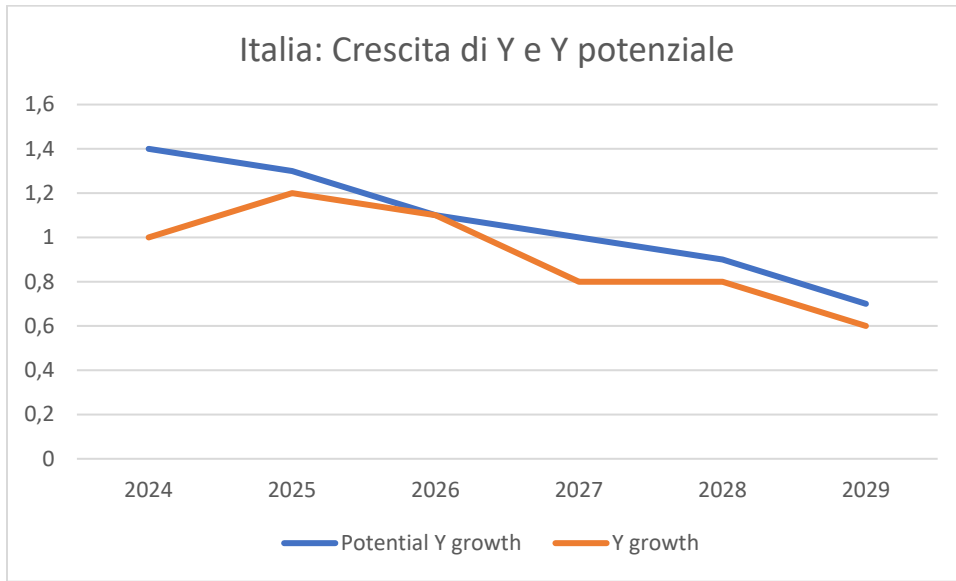
Poiché il modello di previsione prevede anche la convergenza del Pil effettivo a quello potenziale, questo significa che la verifica del percorso di riduzione del debito nel decennio successivo al completamento del Piano è costruita sulla base di un'ipotesi di crescita reale molto bassa, in media attorno allo 0,6% annuo. Si tratta della crescita stimata più bassa tra quella dei principali paesi europei (Figura 2). Riflette in particolare le stime dell'*Ageing Report 2024* sulla contrazione della popolazione in età lavorativa indotta dalla crisi demografica. A prenderle alla lettera, queste stime implicherebbero che il governo stesso non creda all'ipotesi che l'attuazione del Pnrr o le riforme ipotizzate nello stesso Piano siano in grado di far crescere l'economia, aumentando il tasso di crescita della produttività. Per onestà va detto comunque che lo stesso governo sembra non prendere molto sul serio queste ipotesi di lungo periodo e le giustifica nel Piano piuttosto con la necessità di usare la massima prudenza nella formulazione delle previsioni di bilancio³⁰.

Questa sostanziale disattenzione nel Piano italiano alle stime di medio-lungo periodo è legata anche ad un altro fattore. Benché il Piano sia formalmente di durata settennale, anche se l'attuale governo sopravvive fino al 2027, in quell'anno ci saranno comunque le elezioni politiche e dunque un nuovo governo, dello stesso o di diverso orientamento politico.

Come previsto dalla legislazione, il nuovo governo potrà presentare un nuovo Piano, che terrà conto della situazione economica di allora, incluse possibili nuove stime sulla crescita potenziale futura. È possibile (o almeno questo sembra augurarsi il governo) che, se il processo di aggiustamento accelerato scelto dall'attuale governo, maggiore anche di quanto richiesto dalla Commissione, avrà successo, che il nuovo Piano, per i cinque o sette anni successivi, possa risultare meno restrittivo di quello ora proposto.

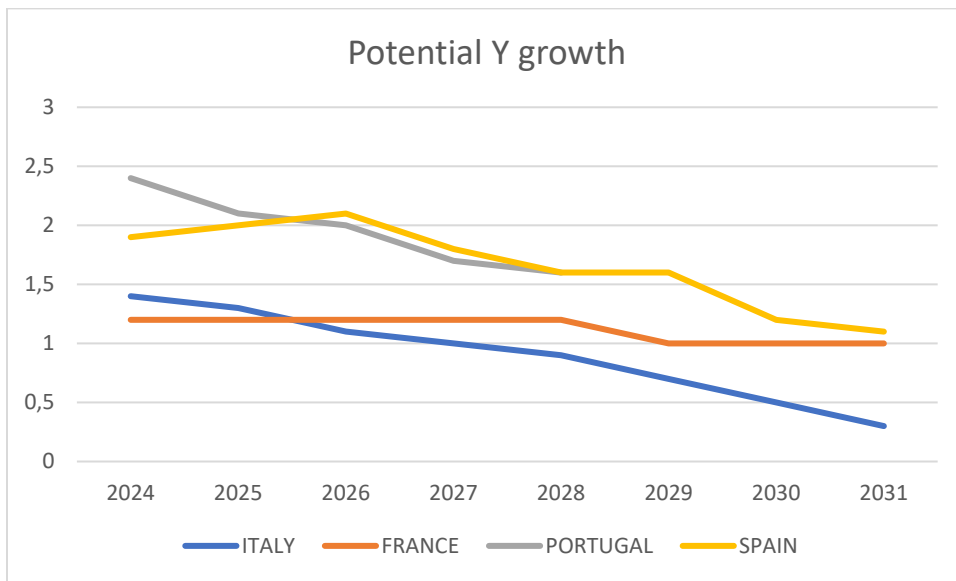
³⁰ Vedi per esempio il "Focus" a pag. 49 del Piano italiano (MEF, 2024a).

Figura 1



Fonte: European Commission (2024a)

Figura 2



Fonte: European Commission (2024a)

Se il quadro macroeconomico proposto nel Piano per i prossimi 2-3 anni (il “vero” periodo di validità del Piano) è nel complesso convincente (anche se non necessariamente delle politiche per raggiungerlo: si vedano per esempio i commenti

critici in Bordignon e Rizzo, 2024), non così la parte propositiva relativa alle riforme e agli investimenti che pure sono funzionali alla richiesta di un allungamento a sette anni del processo di aggiustamento. Il governo qui si propone di approfondire riforme già iniziate e/o previste nel PNRR, in particolare su 1) Giustizia, 2) Sistema tributario 3) Ambiente imprenditoriale 4) Pubblica amministrazione 5) Programmazione spesa pubblica. Tutte buone intenzioni, ma mentre le riforme e gli investimenti connessi con il PNRR sono molto dettagliate in termini di tempistiche e previsioni (supponendo che vengano effettuate), per il resto il Piano appare assai vago³¹ (e.g. Pisauro, 2024, Zanardi, 2024, Bordignon, 2024, Bordignon e Rizzo, 2024). Leggendolo, si fa oggettivamente fatica a capire quanto e come queste riforme dovrebbero essere funzionali ad una maggiore crescita futura del paese, benché il documento presenti anche qualche stima in merito³². Preoccupa in particolare il fatto che molte delle riforme *pro-growth* previste (per esempio, sull'efficientamento della PA, sulla riduzione dell'evasione, sulla maggior concorrenza nei settori produttivi ecc.), per essere veramente efficaci, dovrebbero superare l'opposizione di formidabili gruppi di interesse che trovano ampia rappresentanza nella attuale maggioranza di governo e più in generale nel Parlamento.

Qui si misura un altro importante limite della riforma delle regole fiscali qui discussa. Per concedere l'allungamento del processo di aggiustamento, la Commissione ha predeterminato le aree in cui le riforme e gli investimenti dovevano aver luogo³³ ma ha tenuto le maglie molto ampie, probabilmente anche in ossequio al principio della titolarità nazionale, tant'è che il Piano italiano, come quello degli altri paesi che hanno richiesto l'allungamento, nonostante la vaghezza è stato

³¹ Tant'è che la Commissione è intervenuta *in fieri*, inducendo il governo ad aggiungere un'appendice, l'appendice VI, al testo originariamente scaricabile dal sito del MEF. L'appendice offre qualche maggiore indicazione temporale in merito all'attuazione prevista delle riforme. Nella sua valutazione complessiva del Piano, a novembre 2024, la Commissione ha comunque valutato le riforme italiane e la tempistica di attuazione come sufficientemente dettagliate.

³² Mezzo punto di crescita cumulata in più da raggiungersi durante la durata del Piano a seguito delle riforme, calcolato usando il modello di simulazione QUEST-III della Commissione

³³ Le politiche di interesse europeo, quali la doppia transizione digitale e ambientale (e in qualche misura, come fattore facilitante, la difesa), la resilienza economica e sociale e le raccomandazioni ai singoli paesi da parte della Commissione.

approvato senza problemi. In più, come più volte ricordato, non è prevista alcuna retroazione tra le riforme implementate e il tasso di crescita potenziale stimato dalla Commissione; la Commissione offre solo una tempistica più lunga in cambio delle riforme/investimenti del Piano, non una riduzione dell'entità dell'aggiustamento, sulla base per esempio di stime di impatto delle riforme/investimenti sulla crescita futura. Se ne può comprendere bene la ragione; stimare sul serio l'impatto di riforme sulla crescita può essere molto difficile e consentire ai paesi di farlo autonomamente avrebbe potuto facilmente generare comportamenti opportunistici. Ma questo significa che finita l'esperienza del Pnrr (dove in cambio di riforme e investimenti l'Europa mette a disposizione delle risorse), gli incentivi offerti dalle nuove regole fiscali ad attuare davvero riforme favorevoli alla crescita ma politicamente costose sono molto limitati. L'unico elemento che può contrastare questo giudizio negativo è il vincolo sugli investimenti connesso alla richiesta di allungare la durata del Piano. Per ottenere l'allungamento ai 7 anni del processo di aggiustamento, l'Italia ha dovuto anche impegnarsi a mantenere elevata la spesa per investimenti (attorno al 3.2% del Pil), non riducendola rispetto al periodo 2021-26 (che include anche i finanziamenti del Pnrr). La maggiore spesa per investimenti dovrebbe sostenere la crescita.

Un altro problema connesso alla eccessiva vaghezza del Piano è che questa impedisce di raggiungere quello che doveva essere uno dei principali obiettivi del nuovo sistema, creare consapevolezza nell'opinione pubblica sulla situazione dei conti pubblici, dire quali sono i rischi e le opportunità per il paese nel futuro e spiegare in questo contesto come e perché il paese debba impegnarsi a fare proprio quelle particolari riforme e quegli investimenti, con che aspettative in termini di crescita e di altri obiettivi sociali. Non si capisce per esempio come la crescita per la spesa netta all'1.5% assunta dal governo in media per i prossimi sette anni sia compatibile con l'evoluzione prevista della spesa pensionistica (che cresce come il Pil nominale e che da sola copre 1/3 della spesa primaria) né da dove arriveranno i soldi per finanziare tutto il resto (sanità, difesa, investimenti, revisione contratti, etc.) in una situazione oltretutto di costanza o riduzione della pressione fiscale, un punto politicamente irrinunciabile per l'attuale maggioranza di governo. È molto probabile

che così facendo il Piano sia apparso, all'opinione pubblica come agli stessi parlamentari, più che altro un esercizio contabile senza grande rilevanza concreta, piuttosto che come un impegno effettivo preso dal paese per i prossimi anni. Un elemento aggravato dallo scarso tempo a disposizione per dibatterlo dato che, come già ricordato, per i ritardi nell'approvazione della riforma il Piano italiano è stato presentato a ridosso della sessione di bilancio. Si è così certamente persa un'occasione importante di dibattito.

7. Conclusioni

Tirando le conclusioni, rispetto a quelle che erano le esigenze e anche gli obiettivi dichiarati della proposta della Commissione così come inizialmente presentata, non si può che guardare con un certo grado di delusione a quanto poi è stato effettivamente approvato e attuato in sede di prima applicazione del PSC riformato. Le preoccupazioni dei paesi più alieni alla riforma prima, ma anche un certo velleitarismo tecnicista da parte degli organismi tecnici della Commissione poi, hanno finito con l'annacquare gli iniziali propositi e a far fallire alcuni degli scopi cercati dalla riforma.

L'obiettivo di eliminare o ridurre al minimo il ruolo delle variabili non osservabili nella sorveglianza fiscale, così da incentivare la trasparenza e l'*ownership* nazionale delle regole fiscali, è stato ampiamente fallito. Pil potenziale, output gap e disavanzo strutturale, non solo sono stati reintrodotti con le salvaguardie imposte da alcuni paesi, ma continuano a restare al cuore della metodologia stessa usata dalla Commissione per calcolare le traiettorie suggerite ai paesi, sebbene la considerazione di questi fattori in un percorso di medio periodo smussa un po' le problematiche relative alla variabilità delle stime nel breve termine. Per converso, come dimostra il primo esempio di analisi dei Piani presentati dai paesi membri, la Commissione sembra riporre una grande fiducia nelle proprie stime di lungo termine, tanto da fondare le proprie valutazioni dei Piani su queste. Fiducia che appare però del tutto ingiustificata, sia per i limiti insiti agli strumenti di previsione che per la banale ragione che stime di lungo termine sono per forza di cose molto incerte. La spesa netta come proxy ragionevole di un avanzo primario

strutturale resta un'ottima idea, ma la metodologia imposta dalla Commissione per calcolarla la rende difficilmente comprensibile e soprattutto non replicabile da un osservatore esterno, di nuovo a scapito della trasparenza. Era sicuramente possibile fare meglio.

Resta comunque come elemento positivo, l'eliminazione della sovrapposizione di molte regole incoerenti tra di loro a vantaggio di un unico indicatore per la sorveglianza nel braccio preventivo, la spesa netta appunto, con i connessi margini impliciti di flessibilità. Resta anche, forse l'elemento più significativo delle nuove regole, un deciso spostamento verso la programmazione di medio termine della politica di bilancio e strutturale. Resta infine, la possibilità concessa ai paesi di rallentare il processo di aggiustamento a fronte dell'impegno di adottare riforme e investimenti in ambiti coerenti con gli obiettivi europei e capaci di generare maggior crescita e resilienza.

Inoltre, l'esperienza della prima applicazione del nuovo sistema ha fugato le preoccupazioni diffuse che con la sequenza scelta per la formulazione dei Piani nazionali (con la Commissione che prima propone le traiettorie e poi i paesi membri che su queste formulano i loro Piani) la Commissione avrebbe di fatto dettato il percorso di aggiustamento ai diversi paesi, a scapito della titolarità nazionale. Il profilo della traiettoria di spesa nei piani a medio termine presentati da molti paesi, Italia inclusa, e poi tranquillamente approvati dalla Commissione, è spesso diverso da quello delle traiettorie inizialmente suggerite, e non solo per l'adozione di ipotesi tecniche diverse ma anche per scelte discrezionali di politica di bilancio. Come *rule of thumb*, la Commissione ha approvato senza problemi Piani nazionali con percorsi di aggiustamento anche molto diversi da quelli originariamente indicati purché rispettassero nella media del periodo la crescita suggerita per la spesa netta. Ma in alcuni casi ha anche accettato Piani con percorsi di spesa superiori al preventivato (come nel caso della Finlandia). Infine, almeno a giudicare dall'esperienza italiana, la Commissione è stata di manica larga anche nell'accettare l'insieme di riforme e investimenti proposti dai paesi per richiedere l'allungamento del percorso di aggiustamento. Anche troppo larga a nostro giudizio, perché la verità è che il nuovo sistema, una volta conclusa l'esperienza della *recovery and resilience facility* (il Pnrr

in Italia), offre limitati incentivi ai paesi ad attuare politiche favorevoli alla crescita se politicamente costosi. In particolare, il quadro della crescita potenziale prevista (e dunque del percorso di aggiustamento) resta ancorato alle stime iniziali della Commissione, indipendentemente cioè dall'insieme delle riforme/investimenti presentati nel Piano per richiedere l'allungamento, riforme e investimenti che pure dovrebbero incentivare la crescita.

Il Piano italiano presentato a settembre 2024, benché formalmente di durata settennale, ha in realtà davanti un orizzonte molto più breve, perché nel 2027 ci saranno le nuove elezioni politiche e dunque un nuovo governo che verosimilmente presenterà un nuovo Piano. In questo intervallo limitato, il Piano italiano (e il DPB e la manovra di bilancio che ne consegue) si concentra essenzialmente nel tentativo di uscire già nel 2027 dalla procedura di infrazione, accelerando l'aggiustamento fiscale anche rispetto a quanto suggerito dalla Commissione. Visto la fragilità della finanza pubblica italiana, nonostante gli inattesi progressi certificati da ISTAT nel 2019-23, non si può che plaudire all'intenzione, del resto apprezzata anche dalle agenzie e dai mercati internazionali, con uno spread che dopo l'annuncio della manovra si è ridotto stabilmente di circa 35-40 punti. Una valutazione diversa potrebbe essere fatta per le politiche introdotte per raggiungere il risultato, ma questa va oltre lo scopo del presente lavoro. E in tutti i casi, per un paese come l'Italia nel contesto attuale, l'obiettivo della riduzione del rapporto debito/Pil resta prioritario, indipendentemente anche dall'evoluzione delle regole fiscali europee.

La domanda piuttosto è se la cornice rappresentata dalle nuove regole fiscali sia appropriata per l'Unione Europea (e/o la zona euro) nel suo complesso. Le modifiche introdotte nella contrattazione tra paesi al progetto iniziale della Commissione sono indicative di uno scontro tra due diverse visioni dello spazio che la discrezionalità politica può avere nel disegno della politica fiscale. L'ideale della visione nordica è una politica fiscale condotta da un pilota automatico (regole e nessuna discrezionalità), visione appropriata se l'unico obiettivo è la sostenibilità del debito. La proposta della Commissione sembrava voler superare questo paradigma. L'esito finale però è che tutti i paesi europei nei prossimi anni dovranno muoversi verso un disavanzo strutturale dell'1,5% e un debito al 60% del Pil, quando

a fine 2023 il rapporto era attorno al 90% per il complesso dell'euro zona. Ciò a prescindere da fondamentali macroeconomici come avanzi della bilancia dei pagamenti, indicativi di eccesso di risparmio sugli investimenti, e senza assumere «il compito di stabilire un orientamento della politica fiscale a livello comunitario» che il Rapporto Delors (1989) affidava al coordinamento delle politiche fiscali nazionali. Questioni, il coordinamento delle politiche nazionali e la definizione della *fiscal stance* dell'area, che la riforma non affronta minimamente. Nella logica delle regole fiscali europee ciascun paese è una “monade”; quello che succede in altri paesi europei non influenza minimamente il tasso di crescita effettivo o potenziale di un paese e conseguentemente il percorso di aggiustamento previsto. Questa logica ha conseguenze. Per esempio, come abbiamo visto nel par.4, il caso dell'Olanda mostra come ancorare il giudizio a proiezioni decennali successive al termine del Piano (a politiche invariate) porti al risultato paradossale di non consentire a un paese che dispone di spazio fiscale di utilizzarlo. Quando, al contrario, il coordinamento dovrebbe appunto consentire politiche fiscali nazionali di segno diverso a seconda dello spazio fiscale di cui ciascun paese dispone. Inoltre, il canale principale teso a favorire gli investimenti – la possibilità di allungare a sette anni l'orizzonte temporale – è stato usato, come abbiamo visto, finora solo da cinque paesi³⁴ e anche da questi in modo molto prudente. Nel complesso, per i 19 paesi che riportano programmi di investimento nei loro Piani, gli investimenti pubblici finanziati dai bilanci nazionali dovrebbero crescere solo dello 0,16% del Pil (Boivin e Darvas, 2015).³⁵

Non si capisce come sarà così possibile soddisfare le esigenze dello sviluppo sostenibile, ricordate più volte nei documenti approvati: transizione verde e digitale, resilienza sociale e riduzione della povertà, difesa, per non parlare dell'invecchiamento della popolazione. Progetti di lungo periodo, con ricadute sulle generazioni future, per i quali il ricorso anche al finanziamento con debito sarebbe del tutto giustificato. D'altronde, come nota Draghi (2024b) il modello basato sullo

³⁴ Dovrebbe aggiungersi la Germania.

³⁵ Per confronto, si osservi che lo spazio potenziale associato all'allungamento a sette anni dell'*adjustment period* è valutabile per il complesso dei paesi dell'area euro in 700 miliardi in sei anni, secondo una stima di fonte BCE (Bouabdallah et al, 2024).

sfruttamento della domanda estera, con il contenimento dei salari e l'esportazione di capitale, non sembra essere più sostenibile. La risposta ovvia a queste domande sarebbe: affidando buona parte di questi compiti collettivi ad un bilancio comunitario potenziato. Ma ciò ha come presupposto, oltre ad un rafforzamento politico della Unione, un forte ampliamento delle risorse proprie della Ue, un tema di cui si discute da molto tempo ma di cui finora si è visto molto poco³⁶. Nonostante le spinte del Rapporto Draghi (Draghi 2024a) e di quello Letta, rispettivamente sulla competitività e sul mercato unico, approcci più ambiziosi che prevederebbero la riproposizione dello schema *Next Generation* per finanziare a livello comunitario, con l'emissione di debito europeo, l'offerta di beni pubblici europei non sembrano essere all'ordine del giorno. Anche la recente spinta verso una difesa comune europea, generata dal dramma ucraino e dagli orientamenti della nuova amministrazione americana ha trovato, almeno al momento di scrivere, una risposta decisamente insufficiente. La Commissione ha proposto un Piano (*Rearm Europe*, poi ribattezzato *Readiness 2030*) composto di due elementi. La sottrazione delle spese per la difesa dalla spesa netta fino ad un'addizionale 1,5% del Pil per quattro anni, giustificata con la richiesta di attivazione da parte dei paesi della clausola nazionale di sospensione del PSC (prevista dalla riforma del PSC). Un fondo europeo, fino a 150 miliardi, da cui i paesi potrebbero attingere per prestiti a favore di investimenti in progetti comuni sulla difesa (dove "comuni" significa che devono coinvolgere, oltre ad un paese UE almeno un altro paese. UE o appartenente all'area economica europea). Il fondo europeo dovrebbe essere finanziato con il modello del SURE (per evitare l'unanimità delle decisioni nel Consiglio), utilizzando principalmente le risorse per prestiti non utilizzati messi a disposizione dal NgEu. Con le garanzie originalmente offerte dai paesi, l'Unione Europea, tramite la Commissione, si indebiterebbe sui mercati ai tassi bassi garantiti dal suo alto merito di credito, e offrirebbe prestiti ai paesi a questi stessi tassi.

Si tratta di una risposta insufficiente per più ragioni. Per paesi fortemente indebitati come l'Italia l'adozione dell'una o dell'altra delle due alternative

³⁶ Si veda Ceriani (2024) per una sintesi del dibattito e per una discussione delle ultime proposte in questo campo avanzate dalla Commissione.

comporterebbe comunque l'accensione di nuovo debito, vanificando gli obiettivi di rientro. Ma anche per i paesi con spazio fiscale, mentre la sospensione delle regole può avere qualche rilievo, il fondo è invece del tutto inutile, visto che molti di questi sono già in grado di finanziarsi sul mercato a tassi più bassi della Commissione. Nonostante il suo merito di credito, la UE non è infatti considerata uno stato sovrano (giustamente, visto che non ha basi imponibili proprie) e conseguentemente il suo debito è prezzato più sfavorevolmente dai mercati (si veda Bordignon et al., 2023). Infine, e ancora più fundamentalmente si tratta di una risposta miope perché gli stati europei collettivamente già spendono molto per la difesa (1.9% del Pil, molto più della Russia in termini assoluti, per esempio); il problema è che spendono male, in modo inefficiente e scoordinato tra di loro, in una moltitudine di progetti che impediscono di sfruttare i rendimenti di scala e gli spillovers sul settore privato degli investimenti in ricerca e sviluppo (Bordignon, 2025). Senza un approccio comune alla difesa, che coinvolga almeno un sottoinsieme di paesi europei rilevanti, sostenuto da finanziamenti appropriati che includano anche la possibilità di emettere debito comune, aumentare la spesa nazionale servirebbe a ben poco (Bordignon e Gatti, 2025).

Paradossalmente, forse la novità più importante anche per gli sviluppi futuri delle regole europee, è invece la decisione unilaterale della Germania presa a marzo 2025 di rivedere il proprio *debt brake* costituzionale, rendendo sostanzialmente possibile per il paese indebitarsi per finanziare un forte incremento nella spesa per la difesa (si parla di 1,5-2 punti di Pil di spesa addizionale rispetto all'1.5-2% attuale) e in più impegnandosi ad investire nei prossimi dieci anni 500 mld addizionali sulle infrastrutture. Anche il vincolo sui Lander è stato rivisto, consentendo agli stati regionali di spendere in disavanzo (fino allo 0.35% del proprio Pil). I dettagli sono ancora incerti ma gli effetti di questa decisione saranno sicuramente rilevanti nel contesto europeo, visto il peso economico del paese e anche il fatto che come già notato la Germania è stata tradizionalmente l'alfiere dell'"austerità" e della rinuncia all'uso discrezionale della politica fiscale. La Germania non ha ancora presentato il suo Piano, ma è facile prevedere che, se alle dichiarazioni seguiranno i fatti (e nonostante la sottrazione delle spese militari dalla spesa netta consentita dalla

Commissione), il paese si metterà su una traiettoria divergente rispetto alle regole europee, con un rapporto debito su Pil che dal 63% attuale convergerà, ipotizzando il pieno utilizzo dello spazio fiscale liberato, verso il 90% (Zettelmeyer, 2025). Difficile che questo sviluppo, oltre a tutti gli effetti immaginabili sul piano macroeconomico e sul mercato dei capitali, non finisca con l'avere conseguenze anche sulle stesse regole europee. Per esempio, se la Germania si avviasse davvero ad avere un debito su Pil al 90%, è difficile immaginare che il vincolo del 60%, che a quel punto sarebbe rispettato solo da pochi piccoli paesi del Nord ed Est Europa, possa rimanere come target ragionevole per la politica fiscale di lungo periodo per il complesso dei paesi euro. Trattandosi di un numero del tutto arbitrario e comunque anacronistico rispetto alla situazione attuale, si tratterebbe di uno sviluppo desiderabile che allieverebbe la pressione deflazionistica insita nelle regole attuali.

Riferimenti bibliografici

- Banca d'Italia (2024) “Audizione sulla manovra di bilancio per il triennio 2025-27” https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2024/Brandolini_audizione_05112024.pdf
- Boivin N.E., Darvas Z., (2025) “The EU’s new fiscal framework: a good start, but challenges loom”, Bruegel, <https://www.bruegel.org/policy-brief/european-unions-new-fiscal-framework-good-start-challenges-loom>.
- Bordignon M., Arcano R., Virgadamo L. (2023) “Il comma 22 del debito europeo”, OCPI, <https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi-pubblicazioni-il-comma-22-del-debito-europeo#:~:text=La%20decisione%20presa%20durante%20la,integrazione%20tra%20i%20Paesi%20europei>.
- Bordignon M. (2024) “Scelte difficili all’orizzonte” <https://lavoce.info/archives/106046/sui-conti-pubblici-scelte-difficili-allorizzonte-discutiamone/>
- Bordignon M. e Rizzo L. (2024) “Nel Piano tante buone intenzioni ma pochi numeri” <https://lavoce.info/archives/106021/nel-piano-tante-buone-intenzioni-ma-pochi-numeri/>
- Bordignon M., Rizzo L. e Secomandi R. (2024) “Le sorprese della manovra” <https://lavoce.info/archives/106222/le-sorprese-della-manovra/>
- Bordignon M. (2024) «Perché il Rapporto Draghi non è solo un libro dei sogni» <https://lavoce.info/archives/105721/perche-il-rapporto-draghi-non-e-solo-un-libro-dei-sogni/>
- Bordignon M. e Turati G. (2024) “Spending for preventive healthcare and EU fiscal rules. Is there more room after the SGP reform?” *mimeo*, Università Cattolica.
- Bordignon M. (2025) “Tanti ostacoli per la difesa europea” <https://lavoce.info/archives/107064/tanti-ostacoli-per-la-difesa-europea/>.
- Bordignon M e Gatti N. (2025) “Un bilancio comune per una difesa comune”, *Eco*, n.5.
- Bouabdallah O., Dorrucci E., Hoendervangers L e Nerlich, C. (2024) “Mind the gap: Europe’s strategic investment needs and how to support them”, The ECB Blog 27 June <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog240627~2e939aa430.en.html>
- Ceriani V. (2024) Le risorse proprie della UE, Enciclopedia Treccani.
- Council of the European Union (2023), “On the effective coordination of economic policies and multilateral budgetary surveillance and repealing Council Regulation (EC) No 1466/97” Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council, Brussels 20 dicembre.
- Council of the European Union (2025a), “Economic governance framework: Council sets fiscal expenditure paths for 21 member states” Press Release, Brussels 21 gennaio (<https://economy->

[finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/stability-and-growth-pact/preventive-arm/national-medium-term-fiscal-structural-plans_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/stability-and-growth-pact/preventive-arm/national-medium-term-fiscal-structural-plans_en))

Council of the European Union (2025b), “Stability and growth pact: Council adopts recommendations to countries under excessive deficit procedure” Press Release, Brussels 21 gennaio (<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/01/21/stability-and-growth-pact-council-adopts-recommendations-to-countries-under-excessive-deficit-procedure/>)

Draghi M. (2024a) “The future of European competitiveness” https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en

Draghi, M. (2024b), “Europe: Back to domestic growth”, CEPR *Policy Insight* no. 136, dicembre.

European Central Bank (2014), “The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position”, *Monthly Bulletin*, Settembre, Box 6.

European Commission (2017) “Laying down provisions for strengthening fiscal responsibility and the medium-term budgetary orientation in the Member States”, Proposal for a Council Directive, Brussels 6 dicembre.

European Commission (2022) “Communication on orientations for a reform of the EU economic governance framework”, Brussels 9 novembre.

European Commission (2023) “On the effective coordination of economic policies and multilateral budgetary surveillance and repealing Council Regulation (EC) No 1466/97” Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council, Brussels 26 aprile.

European Commission (2024a) “2025 European Semester: bringing the new economic governance framework to life” Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank, Brussels 26 novembre. (https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/stability-and-growth-pact/preventive-arm/national-medium-term-fiscal-structural-plans_en)

European Commission (2024b) “Commission Opinions on the 2025 Draft Budgetary Plans”, Brussels 26 novembre (https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/stability-and-growth-pact/preventive-arm/annual-draft-budgetary-plans-dbps-euro-area-countries/draft-budgetary-plans-2025_en)

- European Fiscal Board (2024) “Annual Report” https://commission.europa.eu/publications/2024-annual-report-european-fiscal-board_en
- ISTAT (2024) “Revisione delle stime di contabilità pubblica” https://www.istat.it/wp-content/uploads/2024/09/COMUNICATOCONFERENZAREVISIONECONTINAZIONALI_settembre2024.pdf
- Letta E. (2024) “Much more than a market” <https://institutdelors.eu/en/publications/much-more-than-a-market/>
- Marchionni E. (2024) “L’ultimo Tesoretto” <https://lavoce.info/archives/106066/lultimo-tesoretto/>
- Marinheiro, C.F. (2021), “The Expenditure Benchmark: Complex and Unsuitable for Independent Fiscal Institutions”, *Comparative Economic Studies*, vol. 63, pp. 411-431.
<https://link.springer.com/article/10.1057/s41294-021-00151-6>.
- MEF (2024) “Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine” https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/analisi_programmazione/documenti_programmatici/psb_2024/Piano-strutturale-di-bilancio-e-di-medio-termine-Italia-2025-2029.pdf
- MEF (2024) “Documento Programmatico di Bilancio per il 2025” https://www.rgs.mef.gov.it/_Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Contabilit_e_finanza_pubblica/DPB/2025/DPB-2025.pdf
- Moirre G., Poissonier A.e Lausegger M. (2019) “The semi-elasticities underlying the cyclically-adjusted budget balance: An update and further analysis”, European Economy Discussion Paper 098, European Commission, maggio.
- Morris R., Ongena H. e Schuknecht L. (2006) “The reform and implementation of the Stability and Growth Pact”, European Central Bank, Occasional paper n. 47, giugno 2006
- OCPI (2023) “Le regole fiscali europee per il 2024” <https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi-pubblicazioni-le-regole-fiscali-europee-per-il-2024>
- OCPI (2024) “La vera manovra 2025-27: cosa è chiaro e cosa resta incerto” <https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi-pubblicazioni-la-vera-manovra-2025-27-cosa-e-chiaro-e-cosa-resta-incerto>
- Osservatorio sulla finanza pubblica della Camera dei Deputati (2025) “Piani strutturali di bilancio e quadri programmatici di bilancio dei paesi UE alla luce della nuova governance economica” Dossier, febbraio.
- Pench L. (2024) “Three risks that must be addressed for new European Union fiscal rules to succeed” <https://www.bruegel.org/policy-brief/three-risks-must-be-addressed-new-european-union-fiscal-rules-succeed>
- Pisauro G. (2024a) “La riforma delle regole fiscali europee”, *Il Mulino* n. 2, pp. 110-119.

Pisauro G. (2024b) “Un tema ancora da svolgere” <https://lavoce.info/archives/106019/piano-strutturale-di-bilancio-un-tema-ancora-da-svolgere/>

Raad van State (2024), “2025 Budget Memorandum and the 2024 September Report on Fiscal Monitoring”, L’Aja 11 September 2024 <https://www.raadvanstate.nl/fiscalmonitoring/reports/>.

UPB (2024) “Audizione sul Piano strutturale di bilancio di medio termine” https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2024/10/UPB_Audizione-PSB-2025-29.pdf

UPB (2024a) “Audizione sul Piano strutturale di bilancio di medio termine 2025-2029” https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2024/10/UPB_Audizione-PSB-2025-29.pdf

UPB (2024b) “Audizione sul disegno di legge di bilancio per il 2025 (C.2112.bis)” https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2024/11/UPB_Audizione-DDL-bilancio-2025.pdf

Zanardi A. (2024) “Resta una visione di corto respiro” <https://lavoce.info/archives/106076/resta-una-visione-di-corto-respiro/>

Zettelmeyer, J. (2025) “Can Germany afford to take most defense spending out of its debt brake?”, Bruegel, <https://www.bruegel.org/analysis/can-germany-afford-take-most-defence-spending-out-of-its-debt-brake>