

# ASTRID FORUM

Rivista Quadrimestrale  
di Studi e Ricerche



n.1

Maggio 2026

ISSN: 0000-0000

## SOMMARIO

La riforma del governo della politica fiscale in Europa.....	3
<i>di M. Bordignon e G. Pisauro</i>	
A compact for European debt sustainability .....	49
<i>di P. C. Padoan</i>	
Safe asset europei: contesto macroeconomico, strumenti e prospettive .....	75
<i>di P. Benigno e E. Reviglio</i>	
Dal coordinamento globale all'imposta europea sulle imprese .....	103
<i>di V. Ceriani</i>	
Le politiche pubbliche UE per il digitale .....	147
<i>di A. Manganelli, L. Megale e A. Perrucci</i>	
The transformation of European trade policy in the new global disorder: instruments, objectives and challenges.....	189
<i>di P. Guerrieri</i>	
Environmental sustainability and industrial policy: key items on the European agenda.....	215
<i>di C. De Vincenti</i>	
La difesa dell'Europa .....	235
<i>di S. Silvestri</i>	
La proposta di riforma elettorale del centrodestra sul finire della XIX legislatura tra rappresentanza territoriale, uguaglianza del voto e forma di governo parlamentare .....	263
<i>di L. Spadacini</i>	
L'astensionismo involontario: definizioni, caratteristiche, rimedi .....	289
<i>di P. Feltrin</i>	

**Rivista scientifica di studi e ricerche di natura interdisciplinare. Pubblicazione in formato digitale della Fondazione Astrid-ETS**

Rivista iscritta in data 14 maggio 2026 al n. 53/2026 del Registro Stampa del Tribunale di Roma

In attesa di ISSN

Numero 1 – Anno 2026

I contributi di questa Rivista sono sottoposti alla valutazione di un revisore in forma anonima (*double blind peer review*), salvo casi opportunamente segnalati in nota.

La Rivista si conforma alle linee guida stabilite dalla *Committee on Publication Ethics* (COPE), nel rispetto del Codice etico consultabile in: <https://www.astrid-online.it/static/upload/codi/codice-etico-astrid-forum.pdf>.

Ogni riflessione e ogni suggerimento sono i benvenuti, nello spirito di una comunità scientifica aperta e partecipata. Per ogni informazione in merito all'invio dei contributi è possibile contattare la Rivista all'indirizzo: [redazione.astridforum@astrid-online.it](mailto:redazione.astridforum@astrid-online.it)

**Direttore responsabile**

Stefano Menichini

**Direttore scientifico**

Franco Bassanini

**Comitato di direzione:**

Giuseppe Coco, Vincenzo Cerulli Irelli, Giovanna De Minico, Claudio De Vincenti, Filippo Donati, Anna Genovese, Giuseppe Italiano, Amedeo Lepore, Antonio Manganelli, Antonio Perrucci, Cesare Pinelli, Nicoletta Rangone, Aldo Sandulli, Lorenzo Spadacini, Luisa Torchia, Giuseppe Travaglini, Claudia Tubertini, Alberto Zanardi

**Comitato scientifico:**

Giuliano Amato, Gregorio Arena, Enzo Balboni, Stefania Bariatti, Massimo Bordignon, Marco Buti, Marco Cammelli, Carlo Cambini, Mimmo Carrieri, Vincenzo Cerulli Irelli, Enzo Cheli, Giuseppe Coco, Paolo Costa, Marco D'Alberti, Gianfranco D'Alessio, Gaetano D'Auria, Gian Candido De Martin, Maurizio Dècina, Paolo Feltrin, Alfonso Fuggetta, Franco Gallo, Piero Giarda, Giuseppe Italiano, Marco Leonardi, Mario Libertini, Massimo Luciani, Alfredo Macchiati, Andrea Manzella, Oreste Massari, Bernardo Giorgio Mattarella, Mario Rosario Mazzola, Francesco Merloni, Marcello Messori, Giulio Napolitano, Alessandro Natalini, Fabrizio Onida, Pier Carlo Padoan, Alessandro Pajno, Stefano Passigli, Cesare Pinelli, Giuseppe Pisauro, Franco Pizzetti, Alberto Quadrio Curzio, Pippo Ranci, Cesare Salvi, Domenico Sorace, Gian Luigi Tosato, Tiziano Treu, Adriana Vigneri, Massimo Villone

**Capo della Redazione**

Lorenzo Spadacini

**Comitato di redazione**

Alessandro Augurio, Marzia Gandiglio, Luca Megale, Gordon A. Mensah, Alessandra Miraglia, Loredana Parpaglion, Andrea Ramazzotti, Lorenzo Spadacini



A S T R I D

Ente di ricerca del Terzo Settore

Corso Vittorio Emanuele II, 00186 Roma – tel. 39066810261 – [redazione.astridforum@astrid-online.it](mailto:redazione.astridforum@astrid-online.it) – [www.astrid.eu](http://www.astrid.eu)

Roma, Maggio 2026



# La riforma del governo della politica fiscale in Europa

*Massimo Bordignon\** e *Giuseppe Pisauro\*\**

**ABSTRACT (IN ITALIANO):** *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 si fonda su piani fiscali di medio termine "personalizzati" per ogni Stato membro e adotta come strumento operativo per valutare il rispetto di tali piani la spesa primaria netta, un indicatore approssimato del saldo primario corretto per il ciclo. L'intento era migliorare la titolarità nazionale delle regole e superare l'uso di variabili non osservabili, soggette a importanti criticità metodologiche e a evidenti rischi di pro-ciclicità. Tuttavia, la riforma approvata si configura come un ibrido tra l'approccio innovativo proposto dalla Commissione e il sistema precedente. Le clausole di salvaguardia introdotte nella versione finale ripropongono le rigidità del passato e mantengono per il monitoraggio degli obiettivi fiscali l'uso di variabili strutturali non osservabili, come il prodotto potenziale e l'output gap, la cui stima rimane incerta e controversa.*

*La prima applicazione del nuovo sistema nel 2024 ha mostrato sia elementi di flessibilità, grazie al 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 che, tra l'altro, spinge verso il sottoutilizzo degli spazi fiscali di cui alcuni Stati membri dispongono. Inoltre, la definizione concreta dell'indicatore della spesa primaria netta è inutilmente complessa e poco trasparente, e attribuisce di nuovo, senza che ve ne fosse la necessità, un ruolo cruciale alle variabili strutturali.*

*Più in generale restano irrisolte le debolezze di fondo legate al mancato coordinamento delle politiche nazionali e 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. È possibile che gli sviluppi del quadro internazionale degli ultimi due anni impongano una nuova revisione delle regole. Il Piano della Germania, presentato con quasi un anno di ritardo, sembra indicare questa direzione.*

**TITOLO (IN INGLESE):** *REFORM OF FISCAL POLICY GOVERNANCE IN EUROPE*

**ABSTRACT (IN INGLESE):** *The reform of fiscal policy governance approved in 2024 only partially delivers on the promises contained in the European Commission's initial*

---

\* *Professore Ordinario di Scienza delle Finanze, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano.*

\*\* *Professore Ordinario di Scienza delle Finanze, Università di Roma "La Sapienza".*

*proposal, that of striking a balance between the objective of budgetary discipline and the need to support economic growth. The new system is based on medium-term fiscal plans 'tailored' to each Member State and adopts net primary expenditure, an approximate indicator of the cyclically adjusted primary balance, as an operational tool for assessing compliance with these plans. The intention was to improve national ownership of the rules and move away from the use of unobservable variables, which are subject to significant methodological issues and obvious pro-cyclicality risks. However, the approved reform ultimately results in a hybrid that reintroduces key features of the previous system and weakens the innovative thrust of the Commission's original proposal. The safeguard clauses in the final version reintroduce past rigidities and keep fiscal monitoring tied to unobservable structural variables—such as potential output and the output gap—whose estimation remains uncertain and controversial. The first application of the new system in 2024 showed both elements of flexibility, thanks to the technical dialogue between the Commission and Member States in defining fiscal trajectories, and critical issues, such as an excessive and somewhat unrealistic emphasis on long-term projections based on debt sustainability analysis, which, among other things, pushes towards the underutilisation of the fiscal space available to some Member States. Furthermore, the concrete definition of the net primary expenditure indicator is unnecessarily complex and opaque, and once again assigns a crucial role to unobservable structural variables without any need to do so. More generally, the underlying weaknesses linked to the lack of coordination of national policies and the absence of a common fiscal capacity at central level remain unresolved. This is in a European Union called upon to manage the environmental and digital transitions, preserve the welfare system and operate in a context of growing geopolitical tensions. It is possible that developments in the international framework over the last two years will require a further revision of the rules. Germany's plan, presented almost a year late, seems to point in this direction.*

## **1. Introduzione**

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 sistema di governo che ne è derivato è il frutto di un'evoluzione durata oltre trent'anni. Un momento importante di consolidamento è stato rappresentato 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 le esigenze di controllo del debito pubblico con 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 semestre 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 fino al nuovo Patto di stabilità e crescita e al Fiscal compact nel 2012-2013. Il secondo paragrafo esamina la proposta di riforma della Commissione, in particolare nella versione di novembre 2022. Il terzo paragrafo analizza e valuta la riforma approvata dopo le modifiche introdotte dal Consiglio a dicembre 2023. 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 discute

brevemente il piano presentato dall'Italia. Il lavoro si chiude con una serie di considerazioni e valutazioni di sintesi della riforma e delle prospettive future (nei paragrafi 7 e 8) e con una Postilla sul Piano fiscale della Germania (presentato con quasi un anno di ritardo, dopo la chiusura di questo lavoro).

## **2. Il governo della politica fiscale nell'Unione Europea**

In un'unione monetaria come quella europea in cui il bilancio 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 di Maastricht (TCE, 1992) e il Patto di stabilità e crescita (PSC, 1997) 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 così 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.<sup>2</sup> 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

---

<sup>2</sup> 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 nel testo, il Trattato intergovernativo 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).

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 TCE - 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.<sup>3</sup> L'OMT è formulato 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 sarebbe trattato 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 quattro regole: sul disavanzo, 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

---

<sup>3</sup> 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). Il principio secondo cui gli Stati membri dovrebbero conseguire posizioni di bilancio prudenti nelle fasi favorevoli del ciclo, al fine di evitare il superamento della soglia del 3 per cento del PIL nelle fasi avverse, è già implicitamente contenuto nell'articolo 104 del TCE del 1992 (oggi art. 126 TFUE) e nel Protocollo sui disavanzi eccessivi, ma trova una formulazione esplicita e una traduzione operativa solo con il Regolamento (CE) n. 1466/97 istitutivo del braccio preventivo del PSC. L'OMT è stato 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).

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 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 infatti 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. 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, richiedendo ulteriori politiche restrittive e così via. Ciò può anche portare a risultati paradossali, come il ben noto caso della stima di un valore del 25% per il tasso di disoccupazione strutturale della Spagna nel 2014<sup>4</sup>, 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.

---

<sup>4</sup> Per il 2015, sempre per la Spagna, la stima ufficiale del NAIRU era salita ad un bizzarro 26,6%, poi rivisto al 20,7%. Per un'analisi del caso spagnolo e, più in generale, dei limiti del NAIRU, cfr. Gechert et al. (2014), le cui conclusioni sintetizzano bene la questione generale: "*Monetary policy uses output gaps as only one of many indicators to determine the appropriate policy stance. Given the intrinsic difficulties involved in robustly estimating potential output, we suggest that output gaps be given less weight in fiscal policy decisions as well*".

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.

### **3. 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 dettagliata proposta di revisione del Patto (strettamente parlando, una “Comunicazione”) che, riprendendo le idee della proposta di Direttiva del 2017, 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 elevato<sup>5</sup> l’obiettivo diventa quello di porre il rapporto su un percorso credibilmente decrescente piuttosto che quello di raggiungere

---

<sup>5</sup> 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, comunque, non vi era molta differenza con una graduatoria basata esclusivamente sul livello del debito su Pil.

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 o cinque anni (a seconda della durata della legislatura) 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 piano si deve quindi basare su un indicatore che non dipenda 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. 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 almeno nel breve periodo dipendono solo in parte dai comportamenti dei governi (dipendono, soprattutto, dal ciclo e dalle scelte dell'autorità monetaria). Insomma, la «regola della spesa» è, o dovrebbe essere, una regola sulle voci non cicliche di entrata e di spesa del bilancio.

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, estendibili a sette anni), la proiezione decennale a politiche invariate del debito (considerando anche gli effetti dell'invecchiamento della popolazione sul bilancio pubblico) 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 modificato dal Consiglio a dicembre 2023 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

potenziale<sup>6</sup>. 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 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. Ma, come vedremo nel paragrafo 4, almeno a giudicare dalla prima applicazione, questo rischio sembra scongiurato.

#### **4. 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 per il braccio preventivo è stato approvato con modifiche di rilievo, dopo una serrata contrattazione tra paesi, dal Consiglio Ecofin il 20 dicembre 2023. Ulteriori modifiche marginali sono state introdotte dal Parlamento europeo a fine febbraio 2024. I testi finali dei tre documenti<sup>7</sup> sono quindi stati chiusi in

---

<sup>6</sup> "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 (Council of the EU, 2023) poi art. 36 del testo finale del nuovo Regolamento del braccio preventivo approvato ad aprile 2024 (vedi nota seguente).

<sup>7</sup> Si tratta di un nuovo Regolamento per il braccio preventivo (n. 2024/1263, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L\\_202401263&qid=1746214279907](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202401263&qid=1746214279907)), un Regolamento rivisto per il braccio correttivo (n. 2024/1264, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L\\_202401264](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202401264)) e di una nuova Direttiva del Consiglio (n. 2024/1265, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L\\_202401265&qid=1721185253560](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202401265&qid=1721185253560))

sede di trilatero (Parlamento, Commissione, Consiglio), approvati formalmente dal Parlamento il 23 aprile e pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il 30 aprile 2024, diventando così legge dell'Unione.

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 vengono registrate e cumulate in un "conto di controllo").<sup>8</sup> 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<sup>9</sup>. 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 di riduzione del rapporto debito su Pil durante la durata del piano dovrà essere di almeno un punto all'anno. Per quelli con debito superiore al 60% ma inferiore al 90% (nel 2024 sette paesi tra i quali la Germania) la diminuzione minima scende a

---

che tra l'altro definisce le informazioni che i paesi europei devono trasmettere alla Commissione per l'attività di sorveglianza.

<sup>8</sup> 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 Comunicazione della Commissione di novembre 2022 ma non veniva definita l'ampiezza consentita delle deviazioni.

<sup>9</sup> L. Pench, *Three risks that must be addressed for new European Union fiscal rules to succeed*, Bruegel, 2025.

mezzo punto all'anno. 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 debito su Pil non di uno ma di circa quattro punti all'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 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. Se un paese non rispetta il Piano previsto (oppure se supera il 3% del deficit su Pil), entra nel “braccio correttivo” del PSC e deve presentare un nuovo Piano, soggetto a una nuova approvazione della Commissione, che gli consenta di rientrare in tempi certi sul percorso di crescita della spesa netta.

Un problema irrisolto, non considerato né nella proposta della Commissione né nel testo finale approvato è l'eventuale impatto dall'inflazione. L'obiettivo della spesa netta è formulato in termini *nominali*, cioè sulla base di stime dell'evoluzione dei prezzi futuri (del deflatore del Pil, per essere precisi) per tutta la durata del Piano. Se queste stime si dimostrano sbagliate *ex post*, ad esempio in presenza di un inatteso shock inflazionistico, il vincolo sulla spesa potrebbe risultare eccessivamente restrittivo. Naturalmente, l'inflazione farebbe crescere anche le entrate nominali, ma questo incremento, sulla base delle nuove regole, non potrebbe essere conteggiato ai fini della sorveglianza fiscale da parte della Commissione. L'indicatore di spesa netta non sarebbe, in questo caso, una buona approssimazione del saldo primario depurato delle componenti cicliche. È probabile che in presenza di un forte shock inflazionistico la

Commissione troverebbe il modo di “aggiustare” il sistema per tenere conto di questa discrasia, ma nessuna formulazione in questo senso è presente nella legislazione europea.

Dal punto di vista pratico, dall’esame dei testi legislativi approvati è difficile prevedere come funzionerà in futuro il nuovo sistema. Dipende 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. L’esperienza della prima applicazione, cui è dedicato il paragrafo che segue, fornisce alcune indicazioni in merito.

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 inoltre 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 sette 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 rischiosità del problema del loro debito. Al contrario, nella proposta<sup>10</sup> 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.

---

<sup>10</sup> Cfr. nota 5.

## 5. La prima applicazione del nuovo sistema

Come si è visto, 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 relativi. 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 poi presentate dalla Commissione ad aprile 2023, per evitare che a gennaio 2024 tornassero 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 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 guida tecniche (*prior guidance*) e l'invito ai paesi a presentare i Piani strutturali di bilancio a medio termine a settembre. Le linee guida hanno una formulazione diversa a seconda della situazione delle finanze pubbliche dei paesi. Per quelli con livelli di disavanzo e/o debito sul Pil 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 solo una "informazione tecnica" sul 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.<sup>11</sup> Anche per questi paesi, tuttavia, alla fine dell'orizzonte temporale (quattro-cinque o sette anni) del Piano (*adjustment period*), nell'anno  $t$ , il debito deve comunque 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%.<sup>12</sup>

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

---

<sup>11</sup> Regolamento (EU) 2024/1263, art. 9.

<sup>12</sup> Regolamento (EU) 2024/1263, artt. 11-16.

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 e non a quello complessivo, per tener conto dell'effetto dell'aumento dei tassi di interesse (deciso dalla BCE a partire dal 2022 in funzione anti-inflazionistica) sulla spesa per il servizio del debito.<sup>13</sup>

Tra la fine di settembre e la metà di ottobre ventuno Stati membri hanno presentato i Piani strutturali di bilancio a medio termine (sull'orizzonte 2025-2028, estendibile al 2031). L'Ungheria ha presentato in ritardo (gennaio 2025) il suo Piano, mentre la presentazione di quelli di Austria, Belgio, Bulgaria, Germania e Lituania è stata differita in attesa dello svolgimento di elezioni generali e della formazione di nuovi governi. Tornando ai ventuno Piani presentati a ottobre 2024, questi sono stati poi valutati dalla Commissione che il 26 novembre 2024 ha pubblicato per ciascuno una raccomandazione al Consiglio, fatta poi propria dallo stesso il 21 gennaio 2025 (Council of the European <sup>14</sup>Union, 2025a).<sup>15</sup> Quattro dei cinque paesi che mancavano all'appello (Austria, Belgio, Bulgaria e Lituania) hanno presentato tra febbraio e maggio 2025 i propri Piani, poi valutati (positivamente) dalla Commissione tra maggio

---

<sup>13</sup> Questa disposizione, favorevole a Francia e Italia, sarebbe stata parte essenziale del compromesso tra Paesi che ha portato al testo approvato (Pisauro, 2024a).

<sup>14</sup> European Commission, 2025 European Semester, Communication, Brussels, 2024.

<sup>15</sup> 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).

e giugno.<sup>16</sup> In definitiva, a luglio 2025 manca solo il Piano della Germania.<sup>17</sup> Tutti gli altri venticinque Piani sono stati presentati e approvati con l’eccezione di quello dell’Olanda (si veda più avanti per una discussione). La prima valutazione della realizzazione dei Piani disponibili 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 per gran parte dei paesi 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 erano ancora stati presentati (ad esempio, la Germania) o non erano 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<sup>18</sup>.

Un primo aspetto da mettere in evidenza è l’integrazione del nuovo braccio preventivo con quello correttivo. Come già detto, 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 correttivo<sup>19</sup>. Nei fatti, le traiettorie di spesa netta dei Piani presentati dai paesi in EDP soddisfano i requisiti 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

---

<sup>16</sup> Il piano dell’Ungheria è stato presentato a novembre 2024; dopo una valutazione negativa della Commissione che ha giudicato eccessivamente ottimistiche le previsioni macroeconomiche, esso è stato sostanzialmente rivisto e ripresentato a gennaio 2025. L’approvazione finale da parte del Consiglio è avvenuta a febbraio 2025. I Piani presentati da tutti i paesi e le valutazioni successive di Commissione e Consiglio, si possono consultare (per ciascun paese alla sezione “fiscal surveillance”) nel portale [https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-member-states/country-pages\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-member-states/country-pages_en).

<sup>17</sup> Si veda la Postilla finale per una discussione del Piano tedesco presentato successivamente ad agosto 2025.

<sup>18</sup> European Commission, Commission Opinions on the 2025 Draft Budgetary Plans, Brussels, 2024.

<sup>19</sup> 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.

preventivo (DSA e clausole di salvaguardia). Per inciso, si prevede l'uscita dall'EDP nel 2026 per l'Italia e l'Ungheria, nel 2027 per Belgio, Malta e Slovacchia, nel 2028 per la Polonia e l'Austria, nel 2029 la Francia e nel 2030 per la Romania.<sup>20</sup>

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 sette paesi, quattro dei quali (Belgio, Francia, Italia e Spagna) con un rapporto debito/Pil a fine 2024 superiore al 90%, due (Austria e Finlandia) inferiore al 90% ma superiore al 60% e uno (la Romania) inferiore al 60%.<sup>21</sup> 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.

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 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.

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, 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.<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> Si veda <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/excessive-deficit-procedure/>.

<sup>21</sup> Anche il piano della Germania, presentato ad agosto 2025, ha durata di sette anni (si veda la Postilla).

<sup>22</sup> 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.

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

	Piani a medio termine		Traiettorie della Commissione
	Crescita media della spesa netta	Anno finale	Crescita media della spesa netta
Austria	2,3	2031	2,3
Belgio	2,5	2031	2,4
Bulgaria	4,9	2028	5,1
Cechia	3.1	2028	3.5
Danimarca	4.4	2028	5.8
<b>Estonia</b>	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
<b>Croazia</b>	4.8	2028	4.0
<b>Cipro</b>	5.2	2028	4.9
<b>Ungheria</b>	4.0	2028	3,4
<b>Lettonia</b>	4.1	2028	3.7
<b>Lituania</b>	5,2	2028	4,3
Lussemburgo	4.9	2028	n.d.
Malta	5.9	2028	5.9
<b>Olanda</b>	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
<b>Finlandia</b>	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 sottosoglia 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.*

Come si può osservare dalla Tabella 1 le eccezioni riguardano soprattutto un gruppo di piccoli paesi (Estonia, Croazia, Cipro, Lettonia, Lituania) che comunque presentano un rapporto debito/Pil stabilmente inferiore al 60% lungo l’orizzonte del piano e anche nel lungo periodo. Poi c’è l’Ungheria, con un rapporto debito/PIL del 74% nel 2024 e nel 2025 in EDP ma che, secondo il piano approvato, dovrebbe uscire dalla procedura

già nel 2026 e mettere il rapporto debito/Pil su un sentiero di diminuzione che nel lungo periodo lo condurrebbe sotto la soglia del 60%.

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 percentuale rispetto a quella proposta dalla Commissione. Come si è accennato, il Piano dell’Olanda è l’unico esempio di mancata approvazione, mentre quello della Finlandia è stato comunque approvato. 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 (*adjustment period*) 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 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*

<b>Finlandia</b>	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
<b>Olanda</b>	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			

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. Come abbiamo ricordato, 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%.<sup>23</sup> L'unica differenza con gli altri paesi è che la Commissione nella sua *prior 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.<sup>24</sup> Nel caso del Piano olandese, debito e disavanzo 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 Commissione ha risposto che si è limitata ad applicare la normativa, ma questo, se possibile, è ancora

---

<sup>23</sup> Regolamento (EU) 2024/1263 (preventive arm), artt. 11-16.

<sup>24</sup> Regolamento (EU) 2024/1263 (preventive arm), art. 9.

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).

## 6. Gli aspetti tecnici

La prima applicazione della riforma consente anche di rispondere alla domanda di come sono state risolte in pratica 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 <sup>25</sup>:

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 elaborate dalla 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 decrescente<sup>26</sup>. Se dunque la DSA non impone alcuna 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

<sup>25</sup> MEF, *Piano strutturale di bilancio di medio termine*, 27 settembre 2024, p. 19.

<sup>26</sup> 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 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.

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 nell'anno  $t$ , 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 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.<sup>27</sup> 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

---

<sup>27</sup> Per un'illustrazione del metodo delle semi-elasticità di spese ed 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).

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 costruzione<sup>28</sup> 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 come minimo una nota tecnica da parte della Commissione che spiegasse i problemi e giustificasse l'approccio seguito, 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 alternativo. Ad esempio, 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 2024a, 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.

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

---

<sup>28</sup> 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.

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 differenza<sup>29</sup>. 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.

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.

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

<sup>29</sup> 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.

stessa Commissione<sup>30</sup>. 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 del saldo primario corretto per il ciclo. L'approssimazione dovrebbe 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 una stima della 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).<sup>31</sup>

Di fatto, la nuova regola sulla spesa è una riedizione del vecchio *expenditure benchmark* (EB) a cui si è già accennato in precedenza<sup>32</sup>. 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

---

<sup>30</sup> Il problema della carenza di trasparenza è serio. Per esempio, nel Documento Programmatico di Finanza Pubblica di ottobre 2025 (il documento contabile che ha preso il posto della vecchia NADEF) si sostiene che l'Italia abbia raggiunto nel 2025 l'obiettivo prefissato di una crescita della spesa netta pari all'1,3%. Tuttavia, come discusso nello stesso documento, l'obiettivo viene raggiunto, a fronte di una crescita della spesa primaria pari al 3,1%, grazie soprattutto ad una forte crescita delle entrate discrezionali nello stesso anno, pari a circa 15 miliardi di euro, che vengono detratte dalla crescita della spesa primaria. Le fonti di queste entrate discrezionali nel 2025 non sono però discusse in dettaglio nel documento. Per una discussione, si veda Bordignon (2025b).

<sup>31</sup> Per le entrate e il totale della spesa primaria i dati sono tratti dal conto della PA a legislazione vigente (MEF, 2024a, p. 181). Il dato della spesa per gli ammortizzatori sociali è di fonte Istat (Conti della protezione sociale).

<sup>32</sup> Eccetto che l'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.

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 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 inutilmente 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

Nel testo abbiamo ricavato l'equazione (2) che fornisce la regola di crescita della spesa netta coerente con un dato miglioramento del saldo primario nell'anno  $t$ . In questa Appendice riscriviamo quell'equazione in una forma direttamente confrontabile con la formula della traiettoria di riferimento elaborata dalla Commissione, equazione (1) nel testo.

Partiamo quindi dall'equazione (2):

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

dove  $Y$  è il Pil potenziale reale e  $P$  il deflatore del Pil (e  $G$  la spesa strutturale in termini nominali).

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

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

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

Quindi

Nella (3), il denominatore dell'ultimo termine si può riscrivere come:

Quindi la (3) diventa

Questa è la formula esatta che va confrontata con quella della Commissione, l'equazione (1) di seguito riscritta:

dove  $G_{2024}^N$  e  $Y_{2024}^N$  sono i valori effettivi (non strutturali) di spesa primaria e Pil nel 2024.

Confrontando la (4) con la (3') è evidente che la formula della Commissione rappresenta un'approssimazione, per più ragioni. Al di là dei vari problemi già ricordati nel testo nella (2') e dunque anche nella (3') tutte le variabili relative al prodotto e alla spesa sono espresse in termini *strutturali*, mentre nella (4) la Commissione ha usato semplicemente variabili *nominali*, il rapporto tra spesa primaria e Pil del 2024. Questo può condurre ad una dinamica della spesa netta non coincidente con quella data dalla formula corretta, anche se non è facile individuare *ex ante* la direzione della distorsione.

Per esempio, nel caso italiano, l'uso del rapporto del 2024 indurrebbe nel 2025 una dinamica *meno restrittiva* per la spesa netta di quanto sarebbe in teoria necessario (va comunque ricordato che, come si è detto, per i primi anni l'Italia non ha seguito la metodologia della Commissione). Questo perché quello che si sarebbe dovuto usare secondo la formula corretta è il rapporto tra spesa primaria *strutturale* e Pil *strutturale* nel 2024 (moltiplicato per il tasso di crescita del Pil strutturale dal 2024 al 2025), un valore che è *maggiore* di quello usato nell'approssimazione, visto che l'Italia nel 2024, secondo la Commissione, presenta un output gap positivo.

Riguardo al medio termine, ci sono due effetti contrastanti. Da un lato, l'uso della approssimazione invece della formula corretta spinge verso una dinamica della spesa netta *più restrittiva* di quanto sarebbe in teoria necessario. Questo perché nel percorso di aggiustamento la spesa netta viene fatta crescere *meno* del Pil nominale strutturale. Nei 7 anni del Piano, dunque, il rapporto spesa primaria strutturale (che, come si è visto, è molto vicina alla spesa netta) su Pil (strutturale) si dovrebbe ridurre e se di questo si tenesse conto nel calcolare la dinamica della spesa netta, invece di tenere fisso per tutto il periodo il dato nominale del 2024, la crescita consentita alla spesa netta sarebbe *maggiore* di quanto si ricava dall'approssimazione. D'altra parte, come si osserva sempre dalla (3'), nella formula corretta la correzione sul lato di destra dell'equazione viene moltiplicata dal tasso di crescita, anno su anno, del Pil potenziale, richiedendo dunque una correzione *maggiore* di quanto indicato nella formula della Commissione. Difficile dunque individuare a priori la direzione della distorsione.

## 7. Il Piano italiano di medio termine

In Italia, il governo ha presentato il *Piano strutturale di bilancio di medio termine*<sup>33</sup> 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, MEF 2024b). 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 prende le mosse dai numeri della finanza pubblica per il 2024, come stimati alla luce della rivalutazione dell'ISTAT della contabilità nazionale, pubblicata il 23 settembre<sup>34</sup>. 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 2024<sup>35</sup>. 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 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

---

<sup>33</sup> MEF, *Piano strutturale di bilancio di medio termine*, cit.

<sup>34</sup> ISTAT, Conti economici nazionali, Anni 1995-2023, Statistiche flash, 23 settembre 2024.

<sup>35</sup> 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.

ampi disavanzi<sup>36</sup> registrati nel 2021-22, 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 30) 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).

Ma cosa chiedeva la Commissione e 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, poi in decelerazione 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 morbido, 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 giugno. Ha fatto esattamente il contrario. Ha tenuto l'obiettivo originario della crescita della spesa netta media 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%)

---

<sup>36</sup> 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 è comunque destinato a salire nei prossimi 3-4 anni per l'eredità del Superbonus, nonostante il processo di aggiustamento ipotizzato, gioca un ruolo rilevante.

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 uno dei primi tra i paesi attualmente in EDP ad uscire dalla procedura.

Si tratta di una scelta pesante, ma che è difficile non condividere<sup>37</sup>. 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 50 punti, collocandosi stabilmente attorno ai 60 punti<sup>38</sup>. 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<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> 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, e non quello complessivo, nel periodo di transizione fino al 2027). Il percorso proposto dal governo soddisfa pienamente questo vincolo sul primario. Si osservi anche che, come già ricordato in precedenza, essere in EDP offre anche alcuni vantaggi: la riduzione obbligatoria di almeno un punto percentuale all'anno del rapporto debito su PIL non si applica ai paesi in EDP. Così, il Piano dell'Italia prevede un rapporto debito PIL nel 2028 ancora superiore (per quanto leggermente) a quello del 2024.

<sup>38</sup> La riduzione dello spread è anche una conseguenza dell'incremento dei tassi tedeschi, un effetto della decisione del paese di rivedere i propri vincoli costituzionali sul debito e di lanciare una politica fiscale fortemente espansiva nel prossimo biennio, soprattutto nel campo della difesa. Si veda più avanti nel testo e la Postilla.

<sup>39</sup> Le informazioni contenute nel Documento di Finanza Pubblica di ottobre 2025 suggeriscono che il governo abbia raggiunto il suo obiettivo, con un indebitamento netto sul Pil che dovrebbe fermarsi al 3% del Pil già nel 2025, nonostante una crescita inferiore alle previsioni iniziali, per poi scendere al di sotto della soglia nel 2026. Tuttavia, il governo si è anche impegnato ad incrementare la spesa per la difesa a partire dal 2026 (di 0,2% del Pil all'anno nel biennio 2026-7, dello 0,3% nel 2029), probabilmente finanziandolo con i prestiti richiesti e ottenuti dalla Commissione con il programma SAFE (si veda più avanti nel par. 8). Quest'incremento di spesa (che comunque non entrerebbe nel calcolo della spesa netta nel triennio considerato a seguito della agevolazione concessa dalla Commissione per le spese per la difesa) è previsto ma non ancora conteggiato nelle stime per il deficit e il debito futuro. Difficile calcolarne al momento le conseguenze.

Guardando invece al medio periodo, quello che si propone il governo con il Piano è riportare l'avanzo primario strutturale, stimato nel Piano a - 0.5% del Pil nel 2025, al +2.2% del Pil nel 2029, con una correzione dunque di circa 3 punti complessivi. L'aggiustamento dovrebbe poi continuare meccanicamente<sup>40</sup> nei due anni 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 moderati<sup>41</sup>. 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.

C'è un secondo aspetto che merita sottolineare. Nel formulare il Piano, il governo (in accordo con la Commissione con la quale durante l'estate si è svolto un serrato "dialogo tecnico") 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

---

<sup>40</sup> 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.

<sup>41</sup> 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 sul Pil è inferiore al 4.6% e si riduce di 1 punto se questo è inferiore al 3.9%.

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.

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.

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 resta in carica fino alla fine della legislatura nel 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 europea, 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), se il processo di aggiustamento accelerato, più veloce di quello richiesto dalla Commissione, avrà successo, che il nuovo Piano, per i cinque o sette anni successivi, possa risultare meno restrittivo di quello ora proposto.

Figura 1. Fonte: European Commission (2024a)

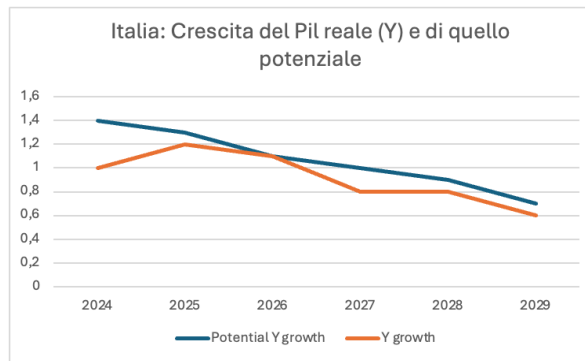
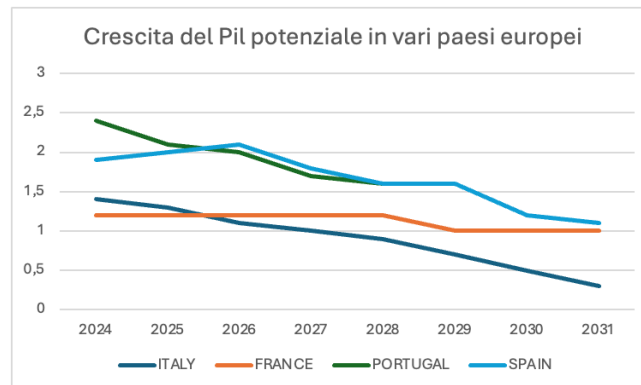


Figura 2. Fonte: European Commission (2024a)



Se il quadro macroeconomico proposto nel Piano per i prossimi 2-3 anni (il “vero” periodo di validità del Piano) è nel complesso convincente, 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 vago<sup>42</sup> (e.g. Pisauro, 2024b, Zanardi, 2024, Bordignon, 2024, Bordignon e Rizzo, 2024). 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

<sup>42</sup> 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.

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 luogo<sup>43</sup> 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 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 a sette 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). Questa maggiore spesa per investimenti dovrebbe sostenere la crescita.

## **8. Una valutazione di insieme della riforma**

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

---

<sup>43</sup>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.

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.

È stato ampiamente fallito 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, e, soprattutto, eliminare i potenziali effetti pro-ciclici associati all'uso pervasivo di indicatori basati su quelle variabili. 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 (la cosiddetta *common methodology*) 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 la prima esperienza di analisi dei Piani presentati, la Commissione sembra riporre una grande fiducia nelle proprie stime di lungo termine, tanto da fondare su queste le proprie valutazioni. 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 2026 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 per il 2019-23, non si può che plaudire all'intenzione, del resto apprezzata anche dalle agenzie e dai mercati internazionali. 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 negli altri paesi europei non influenza minimamente il tasso di crescita effettivo o potenziale di un dato 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 sette paesi<sup>44</sup> e anche da questi in modo molto prudente. Nel complesso, per i 19 paesi che riportano programmi di investimento nei Piani presentati a ottobre 2024, gli investimenti pubblici finanziati dai bilanci nazionali dovrebbero crescere solo dello 0,16% del Pil (Boivin e Darvas, 2025).<sup>45</sup>

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 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

---

<sup>44</sup> Adesso otto, con la Germania. Si veda la Postilla.

<sup>45</sup> 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).

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 poco<sup>46</sup>. Nonostante le spinte del Rapporto Draghi<sup>47</sup> e di quello Letta (2024), 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.

## 9. Le prospettive per il futuro

Nell'ultimo anno si sono rafforzati i fattori che spingono verso un ripensamento della politica economica della UE, in buona parte a causa degli orientamenti della nuova amministrazione americana. È certamente maggiore la spinta verso una difesa comune europea, già evidente dal 2022 con l'invasione dell'Ucraina, ma resa ancora più urgente dalla necessità di aumentare il grado di autonomia strategica dagli Stati Uniti. Spinta che, tuttavia, 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 a un'addizionale 1,5% del Pil per quattro anni (dal 2025 al 2028), giustificata con la richiesta di attivazione da parte dei paesi della clausola nazionale di sospensione del PSC (prevista dalla riforma). All'inizio di luglio 2025 il Consiglio ha attivato la clausola per i quindici paesi che ne hanno fatto richiesta. Si tratta in genere di piccoli paesi con margini importanti di spazio fiscale. Le eccezioni sono, riguardo allo spazio fiscale, tre paesi con debito elevato: Belgio, Portogallo e Grecia<sup>48</sup>. Riguardo alle dimensioni, l'eccezione è la Polonia alla quale però si aggiungerà come sedicesimo paese la Germania quando avrà presentato il suo Piano a medio termine.<sup>49</sup> Alla possibilità di attivare la clausola di sospensione si aggiunge un secondo strumento: un fondo europeo, detto SAFE (Strumento d'azione per la sicurezza europea) fino a 150 miliardi, da cui i paesi potrebbero attingere per prestiti a favore di investimenti in

---

<sup>46</sup> Si veda Ceriani (2023) per una sintesi del dibattito e per una discussione delle ultime proposte in questo campo avanzate dalla Commissione.

<sup>47</sup> M. Draghi, *The future of European competitiveness*, Luxembourg, 2024.

<sup>48</sup> Ma a questi paesi potrebbe aggiungersi l'Italia in futuro se, come probabile, la Commissione sancirà l'uscita del paese dalla procedura di infrazione nella primavera del 2026, consentendo al governo di invocare la clausola senza violare le regole fiscali.

<sup>49</sup> Per maggiori dettagli si rinvia al portale del Consiglio dedicato al tema: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/07/08/council-activates-flexibility-in-eu-fiscal-rules-for-15-member-states-to-increase-defence-spending/>. Sulla Germania si veda la Postilla.

progetti comuni sulla difesa (dove “comuni” però significa che devono coinvolgere, oltre ad un paese UE almeno un altro paese, UE o appartenente all’area economica europea). Il SAFE è 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.

Al momento di scrivere, 18 paesi hanno richiesto finanziamenti al SAFE, a cui si è aggiunta all’ultimo momento anche l’Italia (per 14,9 miliardi di euro da utilizzare nei prossimi cinque anni). Secondo notizie di stampa, le risorse complessive del SAFE prenotate dai diversi paesi raggiungerebbero a luglio 2025 già i 127 miliardi. Nonostante questo, si tratta di una risposta insufficiente per più ragioni. In primo luogo, il vantaggio in termini di interessi è limitato (per l’Italia, il paese attualmente con lo spread più elevato nell’area euro dopo la Francia, si tratta di circa quattro milioni all’anno di minor spesa per interessi per ogni miliardo di finanziamenti richiesto), anche se non va sottovalutato il fatto che i prestiti possono essere richiesti ad una scadenza molto lunga (fino a 45 anni). Il vantaggio è limitato anche perché la UE non è considerata uno stato sovrano dagli operatori finanziari e conseguentemente il debito europeo è prezzato più sfavorevolmente di quanto implicherebbe il suo merito di credito. La conseguenza è che paesi importanti, a cominciare dalla Germania,<sup>50</sup> hanno già deciso di non accedere al fondo, ma di finanziare l’incremento nella spesa della difesa con risorse proprie.

In secondo luogo, e aspetto ancora più fondamentale, 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 sordinato 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. L’incentivo ai progetti comuni offerto dal SAFE è troppo limitato per sopperire a queste difficoltà. E 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.<sup>5152</sup>

---

<sup>50</sup> Si veda M. Bordignon, R. Arcano, L. Virgadamo, *Il comma 22 del debito europeo*, OCPI, 2023.

<sup>51</sup> M. Bordignon, N. Gatti, *Un bilancio comune per una difesa comune*, in *Eco*, n. 5, 2025.

<sup>52</sup> M. Bordignon, *Tanti ostacoli per la difesa europea*, in *lavoce.info*, 17 febbraio 2025.

Un secondo fattore che spinge verso la revisione profonda della politica economica europea è la “guerra dei dazi” innescata dall’amministrazione americana che ha reso ancora più evidente l’insostenibilità del modello mercantile basato sul traino delle esportazioni. Al di là dei dubbi che possono esserci sull’incidenza effettiva delle tariffe (sugli importatori e consumatori americani e/o sulle quote di mercato e i margini di profitto delle imprese esportatrici), una conseguenza è probabile: l’indebolimento della crescita del volume del commercio internazionale. La risposta europea non potrà essere, come pure dopo l’accordo UE-USA qualcuno ha ritenuto, quella di introdurre sussidi a favore delle imprese esportatrici, cosa che semplicemente sposterebbe l’onere dell’aggiustamento sui bilanci pubblici nazionali. La strada ovvia, di nuovo, è quella di rafforzare la domanda interna, con un piano che riproponga forme di finanziamento comune per i beni pubblici europei, anche sostenuti da debito comune, come è stato fatto con il NgEu. Scelte diverse sono molto pericolose non solo per l’economia ma anche per gli equilibri sociali europei. Per esempio, se si aumenta la spesa per la difesa e contemporaneamente si mantiene un’impostazione di riduzione del disavanzo per tutti i paesi, anche per quelli che avrebbero a disposizione tutto lo spazio fiscale necessario per sostenerla, la conseguenza non potrà che essere una riduzione delle spese per le politiche sociali. Un approccio pericoloso per gli equilibri politici dei paesi europei, tutti alle prese con spinte populistiche.<sup>53</sup>

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 Länder 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 la Germania è

---

<sup>53</sup> Da questo punto di vista, è preoccupante che le raccomandazioni del Consiglio che attivano la clausola di sospensione per i quindici paesi che finora l’hanno richiesta, siano identiche nella forma, indipendentemente dalla situazione finanziaria dei richiedenti, e si concludano tutte con le frasi: “*This would likely require an additional fiscal adjustment after the period of activation of the national escape clause in order to meet the requirements of the fiscal framework*” e “[*The member state*] acknowledges that, going forward, structurally higher defence expenditure may require policies to preserve fiscal sustainability and compliance with the fiscal rules over the medium term” (<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/07/08/council-activates-flexibility-in-eu-fiscal-rules-for-15-member-states-to-increase-defence-spending/>).

stata tradizionalmente l’alfiere dell’“austerità” e della rinuncia all’uso discrezionale della politica fiscale. La Germania non ha ancora presentato il suo Piano (vedi Postilla), 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, nell’ipotesi che tutto lo spazio fiscale liberato venga utilizzato, verso il 90% (Zettelmeyer, 2025; Steinbach e Zettelmeyer, 2025). Difficile che questo sviluppo, oltre a tutti gli effetti immaginabili sul piano macroeconomico e sul mercato dei capitali, non finisca con l’aver conseguenze anche sulle stesse regole europee. 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.

## 10. POSTILLA - Il Piano della Germania

La Germania, per le sue vicende politiche interne e i tempi lunghi nella formazione del governo Merz dopo le elezioni di febbraio 2025, è rimasta a lungo l’unico paese a non avere adempiuto al nuovo obbligo giuridico europeo. Finalmente, il 19 agosto 2025 (quando la revisione del presente lavoro era già stata completata), il paese ha presentato il suo Piano, che è stato approvato dalla Commissione a settembre e dal Consiglio a ottobre.<sup>54</sup> Il Piano tedesco e la sua approvazione da parte della Commissione introducono alcuni importanti novità nel dibattito sulle regole fiscali europee, con implicazioni che vanno al di là del caso specifico. Vediamo perché.

Intanto, si ricorda, come già spiegato nel testo, che la Germania a marzo 2025 ha rivisto i propri vincoli interni, a carattere costituzionale, (il famoso “freno al debito”, *Schuldenbremse*, notoriamente più restrittivo delle regole europee), allo scopo di poter investire maggiormente in difesa e in infrastrutture. La decisione della Germania ha sicuramente influenzato anche le scelte della Commissione che, come anche ricordato nel testo, ha proposto, sempre a marzo 2025, un progetto (il *Readiness 2030*, poi definitivamente approvato dal Consiglio a giugno 2025) per consentire ai paesi europei

---

<sup>54</sup> Tutti i documenti rilevanti (*prior guidance* della Commissione trasmessa a giugno 2025, Piano presentato il 19 agosto, valutazione della Commissione del 16 settembre e approvazione del Consiglio del 10 ottobre) sono consultabili nel sito [https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-member-states/country-pages/germany/fiscal-surveillance-germany\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-member-states/country-pages/germany/fiscal-surveillance-germany_en).

che desiderano farlo di spendere di più per la difesa senza violare le regole fiscali. Sulla base di questo nuovo apparato normativo, la Germania ha presentato il suo Piano, di durata settennale (come quello italiano), con i principali effetti riportati nella tabella P.1 che segue.

Tabella P.1 Il Piano tedesco a confronto con la prior guidance della Commissione

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Media 2025-31
<b>Saldo primario strutturale (% PIL)</b>									
Commissione		-0,6	-0,1	0,4	0,8	1,3	1,7	2,2	
Commissione *		-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,3	0,5	0,8	
Piano Germania*	-0,9	-1,3	-1,8	-1,2	-0,3	0,5	0,8	1,1	
<b>Tasso di crescita della spesa netta</b>									
Commissione		1,8	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8
Piano Germania	4,0	3,1	3,0	2,7	2,1	2,0	2,4	2,4	2,6
Piano Germania*	4,0	4,4	4,5	2,3	1,7	1,6	2,7	2,7	2,9
<b>Tasso di crescita del PIL potenziale</b>									
Commissione	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	0,7	0,6	0,6	
Piano Germania*	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	

(\*) Con attivazione della *escape clause* nazionale (NEC), che comporta l'esonero dalle salvaguardie.

Il confronto tra il Piano e i suggerimenti della Commissione (contenuti nella *prior guidance* di giugno 2025) è reso complesso dal fatto che la traiettoria di spesa trasmessa dalla Commissione non tiene conto della *national escape clause* (NEC) per la difesa attivata dalla Germania. La clausola, oltre a consentire una spesa aggiuntiva per la difesa fino all' 1,5% del Pil l'anno, introduce una modifica della regola fiscale che deve essere incorporata nella traiettoria di spesa. In particolare, per tutta la durata della NEC (quattro anni, dal 2025 al 2029) sono sospese le due clausole di salvaguardia introdotte con la riforma del 2024 (si veda il paragrafo 4): per la resilienza del disavanzo (per un piano a sette anni un miglioramento dello 0,25% l'anno del saldo primario strutturale) e per la sostenibilità del debito (per la Germania, con un debito tra il 60 e il 90%, una riduzione del rapporto con il PIL di mezzo punto l'anno). Il percorso proposto per la spesa netta nel Piano tedesco deve dunque soddisfare solo i requisiti dell'analisi di sostenibilità del debito ma non le due salvaguardie. Secondo le informazioni contenute nella *prior guidance*, ciò si traduce per la Germania in un peggioramento di 0,2 punti all'anno del saldo primario strutturale rispetto al PIL (che, cumulandosi, danno luogo alla differenza tra le prime due righe della tabella). La *prior guidance* non esplicita l'effetto dell'esonero delle due salvaguardie sulla traiettoria della spesa netta suggerita dalla Commissione. Inoltre, va considerato che la traiettoria di spesa, nella *prior guidance* e nel Piano, non include comunque la maggiore spesa per la difesa.

Come si vede dalla tabella, anche senza tener conto dell'applicazione della NEC, la crescita della spesa netta nel 2025-26 è nettamente superiore nel Piano tedesco rispetto a quella suggerita dalla Commissione: dall'1,7% in media nel biennio per la Commissione al 3,1% nel Piano. Con la disattivazione delle clausole di salvaguardia di cui alla NEC la crescita media prevista dal Piano tedesco nel biennio diventa del 4,5%. E ciò senza tener conto della maggiore spesa per la difesa consentita dalla NEC che, secondo le stime di Zettelmeyer et al., porterebbe la crescita della spesa netta a superare abbondantemente il 5% in media nel biennio. Tuttavia, come si vede dalla tabella, questa forte espansione della politica fiscale (da un punto di vista congiunturale del tutto ragionevole, visto che la Germania è in recessione da due anni) si interromperebbe drasticamente già a partire dal 2027, con una forte frenata della spesa netta e un rapido miglioramento del saldo primario strutturale nel biennio successivo, 2028-29, in modo tale da raggiungere <sup>55</sup>nel 2031 un avanzo primario strutturale perfino superiore a quanto richiesto dalla Commissione (1,1% del Pil, invece dello 0,8%). Come sempre, in questi ragionamenti, non va dimenticato che i Piani sono destinati a essere comunque rivisti con l'inizio di una nuova legislatura e la formazione di un nuovo governo (in Germania nella primavera del 2029).

Al di là della sensatezza sul piano economico di una manovra a “yo-yo” (una forte espansione per due anni, seguita da una forte contrazione nel triennio successivo), la domanda è come questa proposta possa essere compatibile con le regole fiscali europee, anche tenendo conto degli spazi ulteriori offerti dalla possibilità di detrarre la spesa addizionale per la difesa. La risposta, argomentata nel Piano tedesco, è che a seguito della politica fiscale espansiva e di altri micro-interventi dettagliati nel Piano stesso, il Pil potenziale dovrebbe conoscere una vigorosa ripresa negli anni successivi, esercitando così anche una pressione positiva sui prezzi (il deflatore del Pil).<sup>56</sup> Ne seguirebbe una forte crescita nominale, sufficiente, quando accompagnata dalla politica restrittiva del triennio finale del Piano, a riportare la Germania nell'alveo delle regole europee. Anche il debito su Pil, previsto in crescita nel Piano tedesco fino al 67% nel 2029, si ridurrebbe negli anni successivi, fino a collocarsi

---

<sup>55</sup> J. Zettelmeyer, Z. Darvas, L. Welslau, *What Germany's medium-term fiscal plan means for Europe*, Bruegel Policy Brief, no. 28/2025, 2025.

<sup>56</sup> Nel Piano tedesco, la crescita del Pil potenziale è “*smoothed*” (sempre uguale allo 0,9% per tutti gli anni considerati nel Piano, vedi la tabella), ma lo stesso Piano riconosce che l'effetto sarà in realtà maggiore negli anni finali (e dunque in questi anni maggiore anche dello stimato 0,9% medio del periodo) via via che le riforme strutturali e gli investimenti eserciteranno i loro effetti sulla crescita del Pil potenziale. Il Piano giustifica lo “*smoothing*” alla luce della grande incertezza che caratterizza lo scenario geo-politico in questo periodo, in particolare per quello che riguarda gli shock esteri. La valutazione della Commissione considera accettabile quest'ipotesi.

nelle fasi finali del Piano al 65% e poi in fase di progressiva riduzione nel decennio successivo, come richiesto dalle regole europee. Nella sua valutazione di settembre, la Commissione ha accolto quest'impostazione, raccomandando così al Consiglio l'approvazione del Piano.

Ora, tralasciando di discutere se le ipotesi macroeconomiche alla base del Piano tedesco siano ragionevoli o meno (Zettelmeyer et al. ritengono di no,<sup>57</sup> anche alla luce delle stime dei principali centri di previsione tedesca per il prossimo quinquennio), il punto interessante è che la Commissione abbia accettato il fatto che un Piano ben articolato anche negli aspetti più micro (e quello tedesco lo è) e che prevede un incremento, per quanto sostanziale, temporaneo degli investimenti, possa impattare sulla crescita del Pil potenziale (con effetti immediati già nel 2025, come si vede dalla tabella, dallo 0,5 allo 0,9%<sup>58</sup>), una possibilità che finora era stata invece negata per altri Piani nazionali (a cominciare da quello italiano). Siccome un'eccezione fa regola, quello che vale per la Germania deve poter valere anche per altri paesi. Come argomentiamo nel testo, non appare molto sensato che la Commissione spinga i paesi a adottare riforme e investimenti favorevoli alla crescita, soprattutto per quelli che richiedono l'allungamento ai 7 anni, ma che poi questi aspetti non trovino nessun riscontro nelle stime della crescita del Pil strutturale che rimangono (per i 17 anni successivi!) vincolate a quelle effettuate all'inizio del Piano. Naturalmente, la valutazione dovrebbe essere attenta, per evitare comportamenti opportunistici, ma in linea di principio dovrebbe essere possibile sottoporre a valutazione proposte suscettibili di migliorare il Pil strutturale.

La seconda considerazione riguarda proprio la struttura del Piano tedesco. La schizofrenia del Piano (una forte espansione nel 2025-26 seguita da una forte restrizione fiscale, complessivamente di 2,3 punti di PIL in termini di saldo primario dal 2027 al 2029) non dipende dai vincoli nazionali interni del Paese, che con la riforma costituzionale del marzo 2025 sono stati resi in buona parte silenti, ma proprio dal tentativo di coniugare la necessità impellente di una forte espansione fiscale (per infrastrutture e difesa) con l'obbedienza alle regole fiscali europee. Anche se le stime che sostengono il Piano dovessero risultare corrette, la torsione imposta alla politica economica tedesca dallo sforzo di seguire obiettivi incoerenti tra di loro appare chiaramente sub-ottimale. Soprattutto alla luce del fatto che, anche se le stime risultassero *ex post* sbagliate e il debito su Pil tedesco dovesse alla fine del periodo crescere (fino all'80% secondo le stime di Zettelmeyer et al.) e non ridursi, non per

---

<sup>57</sup> J. Zettelmeyer, Z. Darvas, L. Welslau, cit.

<sup>58</sup> *Ibid.*

questo diventerebbe insostenibile e/o tale da determinare, sulla base di tutte le stime disponibili, una forte crescita degli interessi da pagare per il debito. La Germania potrebbe in futuro dover aggiustare i propri conti, se questo fosse necessario, ma da un punto di vista economico non esiste nessun argomento razionale perché debba farlo di corsa, a partire già dal 2027, per rispettare le regole europee, invece che con i tempi opportuni. Un paese a basso debito come la Germania dovrebbe avere la possibilità di spendere di più per sostenere la propria economia e quella europea. Come già sostenuto nel testo, questo realizzerebbe quel coordinamento della politica fiscale che dovrebbe caratterizzare le regole europee, con i paesi che hanno spazio fiscale che spendono di più rispetto agli altri, quando ve ne sia necessità.<sup>59</sup>

Non a caso, proprio sulla base di queste aporie del loro Piano nazionale, si è proposto da parte di commentatori tedeschi (Zettelmeyer et al.) di rivedere le stesse<sup>60</sup> regole fiscali europee. Tra le proposte avanzate, la più semplice sarebbe di aumentare il benchmark per il rapporto debito su Pil dall'ormai obsoleto 60% del Protocollo al Trattato di Maastricht a un più ragionevole 90%, una proposta che riecheggia quella avanzata nel 2021 dall'allora direttore del Meccanismo europeo di stabilità (un altro tedesco, Klaus Regling). Come già suggerito nel testo, è possibile che le vicende tedesche aprano la strada ad evoluzioni, sicuramente desiderabili, di questo tipo.

---

<sup>59</sup> J. Zettelmeyer, Z. Darvas, L. Welslau, cit.

<sup>60</sup> J. Zettelmeyer, Z. Darvas, L. Welslau, cit.