

**Luiss**

School of European Political Economy

# La riforma del Patto di stabilità e crescita

**Stefano Micossi**

Policy Brief 12/2021

**LUISS**



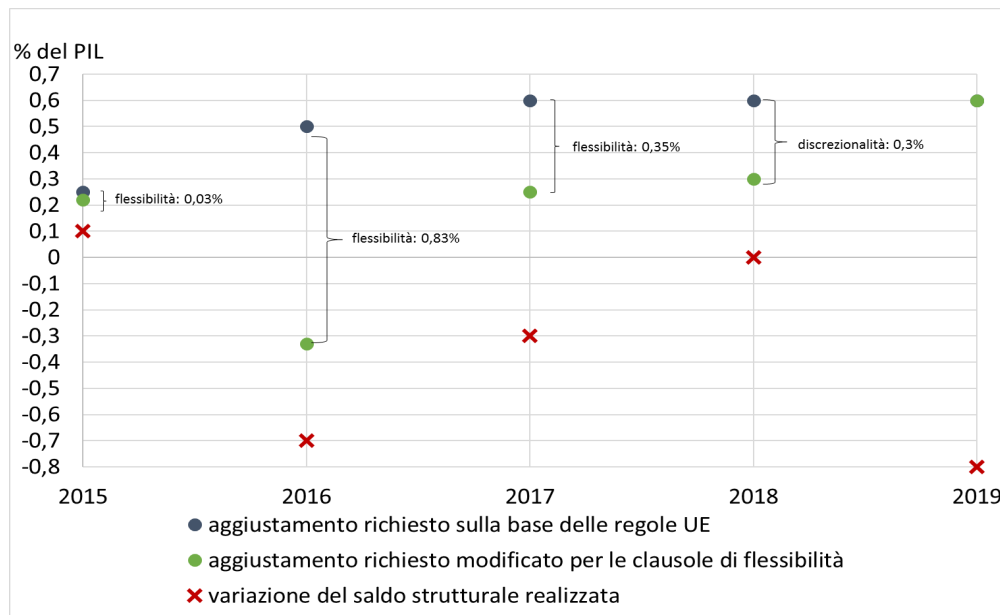
16 giugno 2021

1. Queste brevi note offrono qualche spunto che spero utile sulla discussione in corso sulla revisione del Patto di stabilità e crescita (PSC), pur senza approfondire i dettagli tecnici delle diverse proposte sul tavolo. In bibliografia si trovano alcuni contributi rilevanti di riferimento<sup>1</sup>.
2. La prima considerazione è che viviamo in un mondo molto diverso da quello in cui il PSC fu concepito. Da un lato, la pandemia e, prima ancora, le crisi finanziarie del decennio precedente hanno condotto a un aumento del rapporto debito pubblico/PIL dei paesi dell'UE del 40 per cento dai primi anni 2000, portandolo nella media dell'eurozona intorno al 100 per cento. Dall'altro, il nuovo programma europeo NGEU ha modificato in profondità il ruolo del bilancio europeo, introducendo il debito comune e un'impostazione solidaristica (*grants*) che era del tutto mancata in occasione delle crisi finanziarie 2008-09 e 2010-12.
3. L'aumento del debito rende a mio avviso del tutto irrealistico il valore del 60 per cento come riferimento finale per la convergenza del rapporto tra il debito e il PIL nel PSC, perché ciò implicherebbe in prospettiva un poderoso e persistente effetto depressivo sulle economie dell'UE, del tutto incompatibile con l'esigenza di ricostruire un tessuto economico e sociale duramente colpito dalla pandemia. Tale effetto sarebbe particolarmente severo nelle economie più colpite dalla pandemia e dove il debito è maggiormente cresciuto – tra le quali l'Italia (con un rapporto debito/PIL salito in prossimità del 160 per cento). Tale valore di riferimento dovrebbe essere aumentato all'80 per cento del PIL, con l'ulteriore qualificazione che darò in seguito sulla quota del debito detenuta da istituzioni ufficiali dell'Unione.
4. Occorre al contempo ristabilire **un trend di diminuzione del debito pubblico** in tutti i paesi ad alto debito, presidiato da impegni, incentivi e sanzioni più credibili che nel passato (non si può scordare che il deficit di credibilità del PSC deriva soprattutto dall'utilizzo delle clausole di flessibilità da parte dell'Italia, cfr. Figura 1). Vi è ormai un largo consenso sull'ipotesi di **adottare come riferimento operativo la crescita della spesa pubblica** al netto degli interessi sul debito e degli stabilizzatori automatici di bilancio (indennità di disoccupazione), nonché delle variazioni discrezionali nette delle entrate e delle spese. L'obiettivo operativo sulla spesa sarebbe derivato, paese per paese, **dall'obiettivo intermedio di discesa del debito pubblico**, creando margini di sicurezza in funzione dei rischi di sostenibilità del debito (con modelli stocastici di sostenibilità che tengano conto dei rischi che il tasso d'interesse possa eccedere il tasso di crescita del paese, o che certi andamenti dell'avanzo di bilancio siano insostenibili politicamente). Una difficoltà specifica a muovere in questa direzione è il fatto che il Fiscal Compact ha introdotto nelle legislazioni nazionali il disavanzo pubblico come variabile di riferimento per le politiche di bilancio, che implica maggiori margini di manovra discrezionale nella composizione delle spese e delle entrate.

---

<sup>1</sup> Questo Policy Brief riprende l'intervento tenuto da Stefano Micossi in Audizione presso il Consiglio Nazionale dell'Economia e del Lavoro Commissione istruttoria III – Politiche UE e Cooperazione Internazionale sulla Riforma del Patto di stabilità e crescita, tenuto il 16 giugno 2021.

Figura 1. Il mancato rispetto del PSC in Italia



Fonte: Commissione europea

5. L'elemento principale di flessibilità sarebbe costituito dall'istituzione di un fondo di accantonamento che consenta la correzione graduale – invece che immediata – degli eccessi di spesa su un orizzonte temporale prefissato (3 o 5 anni). Eventuali difetti di spesa andrebbero a credito del paese, compensando eventuali eccessi di spesa in altri anni. Inoltre, resterebbe la clausola generale di sospensione della regola in caso di shock eccezionali sull'economia che sfuggano al controllo del governo.
6. Resta un problema di coordinamento tra la fase preventiva e la fase correttiva del Patto, essendo quest'ultima centrata sul rispetto di un limite invalicabile del disavanzo pubblico fissato dai Trattati UE al 3 per cento. In effetti il problema già sorge anche nella fase preventiva, dato che, come disposto dal Six Pack, nella sorveglianza periodica del Semestre europeo, la Commissione utilizza il doppio standard della crescita della spesa e del rispetto del MTO (un bilancio tendenzialmente in equilibrio). Gli economisti tedeschi hanno proposto di mantenere, a fianco della regola sulla spesa, non solo il vincolo del 3 per cento, ma anche il MTO.
7. Due elementi addizionali da valutare in questo contesto riguardano l'eventuale **esenzione di investimenti pubblici dal vincolo sulla spesa** e l'esistenza di una **capacità fiscale europea**. Il **primo elemento** richiama qualche forma di *golden rule*, che potrebbe essere accettabile solo se il rendimento di quegli investimenti fosse superiore al loro costo finanziario, oltre che *growth friendly*. Peraltro, la regola non può tener conto degli effetti positivi sulla crescita di certe spese correnti (istruzione, ricerca) di cui non è facile valutare il rendimento. L'esperienza applicativa di una tale regola in Germania e nel Regno Unito non è stata felice, per la difficoltà di identificare correttamente le spese eleggibili, conducendo poi ad abbandonarla in entrambi i paesi. Una limitata apertura, già sperimentata con la Comunicazione della Commissione europea sulla Flessibilità del 2015, potrebbe essere quella di applicare l'esenzione dai vincoli sulla spesa ai progetti di investimento sostenuti da fondi europei in base a certi criteri di rendimento. L'unica applicazione ha riguardato l'Italia, e anche in quel caso gli impegni assunti sulla composizione della spesa non furono rispettati.

8. Il secondo elemento da valutare riguarda la possibile istituzione di **una capacità permanente di indebitamento del bilancio europeo** per sostenere i paesi membri in caso di impreviste e ampie oscillazioni cicliche dell'economia – sulla scorta dell'esperienza dei prestiti ora consentiti nell'ambito di NGEU. Sapendo peraltro che alcuni paesi membri al momento considerano quella capacità di prestito come *one off* e non ripetibile.
9. Vi sono pochi dubbi che **il sistema sanzionatorio non abbia ben funzionato**, soprattutto nella fase preventiva del PSC. Il Consiglio dell'Unione è stato generalmente riluttante ad applicare sanzioni ai suoi membri. Inoltre, dopo l'introduzione della flessibilità nel 2015, di fatto il rispetto del PSC è stato affidato alla Commissione, si è concentrato sul rispetto del MTO, ha lasciato da parte la regola del debito e si è 'bilateralizzato' in un rapporto tra la Commissione e i singoli stati membri. Il caso italiano, ben illustrato nella Figura 1, conferma che il mancato rispetto degli impegni assunti nella fase preventiva del Patto non ha condotto né all'imposizione di sanzioni, né al recupero degli scostamenti negli anni successivi – compromettendo la riduzione del debito in rapporto al PIL. Questa situazione non è incomprensibile alla luce degli sviluppi politici in corso (la forte crescita dei movimenti populistici e antieuropei), ma ha minato la credibilità del Patto.
10. Non sorprende, dunque, che nelle proposte di **revisione del sistema sanzionatorio** avanzate da varie parti (soprattutto, ma non solo, quelle tedesche e olandesi) si ipotizzi di irrigidire le regole e affidarne l'applicazione ad autorità indipendenti nazionali, sotto il controllo di un *European Fiscal Board* dotato di poteri diretti di raccomandazione al Consiglio o addirittura di *enforcement* delle regole. Forme più elaborate di sanzione sono state proposte da economisti tedeschi, ad esempio legando gli scostamenti di spesa all'emissione di titoli soggetti ad *haircut* da parte dello stato membro. È stato anche proposto di affiancare alle sanzioni anche appropriati (dis)incentivi finanziari al rispetto delle regole, legando l'erogazione dei fondi europei nei vari programmi di spesa al rispetto del PSC.
11. Né si può trascurare il fatto che **l'incapacità di disegnare regole credibili** con il PSC sia diventato il principale fattore che impedisce il progresso dell'unione fiscale e il completamento dell'Unione monetaria.
12. Un problema importante del quale ancora si parla troppo poco riguarda **la gestione dei debiti sovrani** accumulati nel bilancio del Sistema Europeo delle Banche Centrali, una volta che le giustificazioni di politica monetaria che ne avevano giustificato l'acquisto verranno meno. Una proposta al riguardo è stata avanzata da me insieme al collega di Edimburgo Professor Emiliios Avgouleas. Essa prevede di **trasferire quei sovrani dal bilancio del SEBC a quello dell'ESM**, il cd. Fondo salva stati, assicurandone il rinnovo ordinato a tempo indefinito. L'ESM acquisterebbe i titoli sovrani pagando con i proventi di nuove emissioni sul mercato. Queste obbligazioni sarebbero 'collateralizzate' dai titoli sovrani detenuti dall'ESM e, inoltre, sarebbero garantite dal capitale dell'istituzione (fino a 750 miliardi di euro) e in ultima istanza dagli stati membri. Poiché la possibilità di perdite **nette** sul capitale sarebbe trascurabile, le obbligazioni dell'ESM dovrebbero mantenere un rating di Tripla A, diventando di fatto il 'titolo sicuro' (*safe asset*) del sistema finanziario europeo. Gli interventi monetari della BCE si svolgerebbero sul mercato di questi titoli sicuri.

13. Un importante aspetto da definire, in questo contesto, è il trattamento contabile, ai fini del PSC, dei debiti sovrani di fatto tolti dal mercato – che potrebbero ammontare al 25-30 per cento dei debiti sovrani totali dell'eurozona. Se essi fossero esclusi dal calcolo del debito ai fini del PSC, ciò porterebbe il rapporto tra il debito e il PIL dei paesi membri dell'eurozona al 100 per cento, rendendo il sentiero di convergenza al nuovo limite dell'80 per cento molto più agevole.
14. Questo schema avrebbe dunque **tre vantaggi importanti**:
- (i) libererebbe le mani alla BCE, che non dovrebbe più preoccuparsi di possibili effetti avversi sulla stabilità finanziaria dei possibili interventi restrittivi richiesti in un domani forse non troppo lontano, se l'inflazione salisse in maniera permanente sopra il limite del 2 per cento;
  - (ii) scioglierebbe l'intreccio indesiderabile tra interventi di politica monetaria e interventi di politica fiscale, affidando la gestione dei debiti sovrani accumulati a una istituzione separata dalla BCE;
  - (iii) creando un mercato spesso e liquido di titoli in euro 'sicuri', porrebbe le basi per lo sviluppo dell'euro come moneta internazionale.
15. Un ultimo aspetto che vorrei toccare riguarda il tema **della crescita e delle esternalità di politica economica** che deprimono la domanda interna nell'eurozona. Il problema ha ovviamente diretta rilevanza per la sostenibilità dei debiti sovrani e dovrebbe essere affrontato come parte integrante della revisione del PSC. Forti esternalità negative sono implicite nei livelli del debito sovrano, che deprimono la domanda privata per i timori di tassazione futura e di instabilità finanziaria. Una politica di riduzione degli eccessi di debito rispetto al PIL non potrà essere evitata, una volta passata la pandemia. Sono presenti forti esternalità anche nel sistematico deprezzamento reale dei prodotti tedeschi sui mercati dell'eurozona (e dell'UE) e nell'avanzo commerciale con l'estero tedesco, che deprime la domanda interna dei partner dell'eurozona. La chiave per affrontare questo problema potrebbe stare nell'apertura alla concorrenza del settore dei servizi, con effetti positivi sui salari reali, e nella riduzione del risparmio pubblico. Lo strumento per affrontare queste questioni dovrebbe essere la MIP, che però è fin qui stata poco efficace nel promuovere una impostazione meno asimmetrica delle politiche economiche. La revisione del PSC dovrebbe coprire anche questo aspetto.

## Bibliografia

Avgouleas E. e S. Micossi (2021), [\*On selling sovereigns held by the ECB to the ESM – Institutional and economic policy implications\*](#), CEPS Policy Insights No PI2021-04, marzo.

Bini Smaghi L. (2021), *The eurozone must not return to its pre-crisis ‘normality’ If Schäuble really wants to foll*, Financial Times, 14 giugno.

Commissione europea (2020), [\*Riesame della governance economica\*](#), COM/2020/55 def, Bruxelles, 5 febbraio.

European Fiscal Board (2018), [\*Annual Report 2018\*](#), Bruxelles.

European Fiscal Board (2019), [\*Annual Report 2019\*](#), Bruxelles.

European Fiscal Board (2020), [\*Annual Report 2020\*](#), Bruxelles.

Feld L., C. Schmidt, I. Schnabel e V. Wieland (2018), [\*Refocusing the European fiscal framework\*](#), Voxeu.org 12 settembre.

Kamps C. e N. Leiner-Killinger (2019), [\*Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform\*](#), ECB Occasional Paper Series, agosto.

Martin P., J. Pisani-Ferry e X. Ragot (2021), [\*Reforming the European Fiscal Framework\*](#), Les notes du conseil d’analyse économique, n 63.

Micossi S. (2020), [\*Raising growth in the euro area\*](#), SEP Policy Brief 19/2020 15 aprile.

Thygesen N., R. Beetsma, M. Bordignon, X. Debrun, M. Szczurek, M. Larch, M. Busse, M. Gabrijelcic, L. Jankovics e S. Santacroce (2021), [\*High debt, low rates, and tail events: Rules-based fiscal frameworks under stress\*](#), Voxeu.org, 8 marzo.