

La riforma delle regole fiscali europee: le priorità per l'Italia

Lucio Baccaro

Direttore

Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung

Preparato per l'audizione informale presso la Commissione bilancio della Camera dei deputati

4 aprile 2022

Introduzione

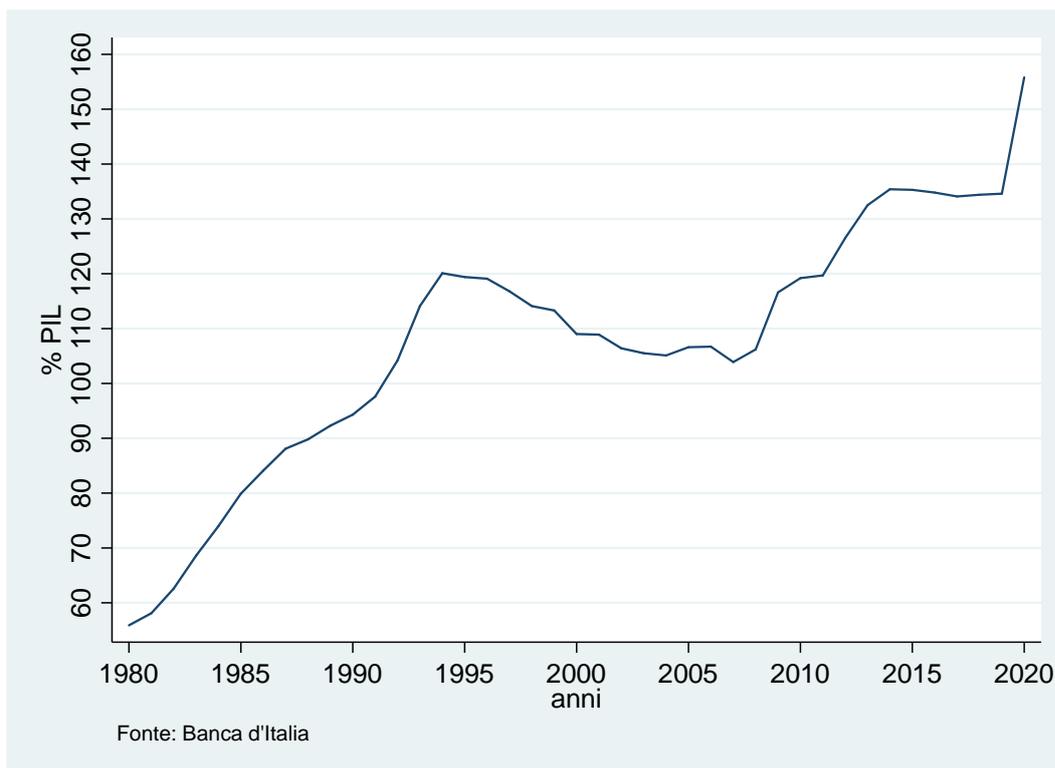
In questo lavoro si esaminano le proposte di riforma della governance fiscale ed economica europea dal punto di vista dell'interesse nazionale italiano. Il debito pubblico italiano, già molto elevato, è stato ulteriormente spinto verso l'alto dalla necessità di rispondere alla pandemia. Con i tassi di crescita e d'interesse medi registrati dall'Italia nel ventennio precedente alla pandemia, e se dovessero rimanere invariati, la sola stabilizzazione del debito al livello attuale richiede uno sforzo di aggiustamento fiscale molto considerevole. La riduzione del debito richiede uno sforzo ulteriore. Se le regole fiscali europee fossero reintrodotte *tels quels*, imporrebbero al Paese uno sforzo difficilmente sostenibile dal punto di vista politico-economico, e metterebbero a rischio la tenuta dell'intera eurozona.

Il lavoro è diviso in cinque parti. Nella prima vengono analizzate le determinanti della dinamica del debito pubblico (tasso di crescita, tasso d'interesse, avanzo primario). Nella seconda si esaminano alcune delle proposte attualmente oggetto di dibattito: la "*golden rule*" per gli investimenti, l'introduzione della "regola della spesa", la proposta di aumentare il livello massimo di debito, e l'introduzione di un'agenzia europea del debito. Dal momento che ogni proposta deve tenere conto delle preferenze e degli obiettivi della controparte e poiché la Germania è un attore chiave della politica europea, la terza parte si concentra sul dibattito tedesco per evidenziare elementi di contatto e sovrapposizione con quello italiano. Nel quarto paragrafo ci si chiede se l'approvazione del *Next Generation EU*, una forma sia pure parziale di debito comune, indichi un nuovo approccio alle questioni di politica fiscale da parte della Germania. Nella sezione conclusiva si presentano alcune raccomandazioni. Per sintetizzare, si consiglia di puntare sulle proposte che promettono di aumentare il tasso di crescita italiano (la golden rule) e di alleggerire il peso dell'aggiustamento fiscale (aumento della soglia di debito e allungamento del periodo di riferimento).

Le determinanti della crescita del debito pubblico

Il problema principale dell'economia (e della società) italiana è la scarsa crescita, che rende assai complicata anche la gestione del debito pubblico. Dopo una lenta discesa tra il 1994 e il 2007, il debito pubblico italiano è stato spinto in alto da tre crisi in successione: la crisi finanziaria e quella dei debiti sovrani, che lo hanno portato dal 104% del PIL al 135% tra il 2007 e il 2014, e la crisi pandemica che lo ha fatto balzare al 156% nel 2020 (Figura 1).

Figura 1: Evoluzione del debito pubblico italiano



L'evoluzione del debito in rapporto al PIL dipende da tre fattori: il tasso d'interesse nominale pagato sullo stock di debito (i), il tasso di crescita nominale (g), e l'avanzo primario in rapporto al PIL (ps) (differenza tra entrate fiscali e spesa pubblica al netto della spesa per interessi). Particolarmente importante è $r - g$: se il tasso di crescita è superiore al tasso d'interesse, il rapporto tra debito e PIL tende a scendere automaticamente; se succede il contrario, si verifica l'effetto "palla di neve" e il debito tende a crescere in maniera inerziale in rapporto al PIL. In questo caso per stabilizzarlo occorreranno avanzi primari tanto maggiori quanto maggiore è il rapporto debito-PIL iniziale (Arachi e D'Antoni 2022: capitolo 14).¹

Come riportato nella Tavola 1, tra il 1999 e il 2019 il tasso di crescita media nominale annua dell'economia italiana (2.1%) è stato notevolmente inferiore a quello della media di 20 paesi avanzati (3.5%), tra cui 10 paesi della zona euro (3.4%) e 10 paesi non appartenenti all'euro (3.7%), mentre il tasso d'interesse italiano medio (3.9%) è stato leggermente superiore alla media degli altri paesi (3.3% la media generale, 3.4% la media euro e 3.2% la media non-euro). Conseguentemente, $r-g$ è stato non solo positivo in Italia, a differenza della gran parte degli altri paesi avanzati, ma ha avuto anche il valore più elevato: 1.8%. In queste condizioni, il rapporto debito-PIL tende ad aumentare automaticamente a meno che non sia corretto da un surplus primario sufficiente. L'avanzo primario italiano nel periodo 1999-2019 è stato di dimensioni non trascurabili (1.8% all'anno in media) e molto superiore alla media dei 10 paesi euro (0.4%), ma non è bastato.

La situazione era stata molto più favorevole tra il 1974 e il 1995. In questo periodo la crescita italiana (12.3%) era stata considerevolmente più elevata della media (8.6% per 20 paesi avanzati, 8% per 10 paesi non-Euro, 9.3% per 10 paesi euro). Benché il tasso d'interesse italiano (12.1%) fosse stato anch'esso in media leggermente superiore alla media (10.4% per 20 paesi avanzati, 11% per 10 paesi euro e 9.8% per 10 paesi non-euro), la differenza tra r e g , positiva per tutti i paesi considerati, era

¹ L'andamento nel debito nel tempo è descritto dalla formula seguente: $b_t = \frac{1+i}{1+g} b_{t-1} - sp_t$, ove b è il debito in rapporto al PIL al tempo t , i è il tasso d'interesse nominale, g il tasso di crescita del PIL nominale, e sp è il surplus primario (al netto della spesa per interessi).

stata inferiore in Italia (1.1%) rispetto alla media (1.8% per 20 paesi avanzati, 1.8% per 10 paesi non-euro, 1.7% per 10 paesi euro). Insomma, se nel periodo 1974-1995 la gestione del debito pubblico italiano è stata facilitata da un tasso di crescita più elevato nella media, tra il 1999 e il 2019 si è verificata la situazione contraria. Inoltre, mentre nella gran parte dei paesi $r - g$ è diventato negativo, di fatto eliminando il problema della stabilizzazione del debito (con $r - g$ negativo il debito è stabile anche con un deficit primario non troppo elevato), in Italia $r - g$ ha continuato ad essere considerevolmente positivo.

Tavola 1: Crescita, tasso d'interesse e saldo primario in 20 paesi avanzati

	1974-1995			1999-2019			
	g	i	r-g	g	i	r-g	ps
Australia	9.31%	11.41%	2.09%	5.37%	4.54%	-0.83%	
Austria	6.30%	8.22%	1.93%	3.29%	3.02%	-0.27%	0.72%
Belgio	6.60%	9.61%	3.01%	3.36%	3.17%	-0.19%	2.25%
Canada	7.95%	10.11%	2.16%	4.15%	3.42%	-0.73%	
Danimarca	7.46%	12.97%	5.52%	3.12%	2.89%	-0.23%	2.87%
Finlandia	8.80%	11.04%	2.24%	3.19%	2.93%	-0.26%	2.40%
Francia	8.25%	10.25%	1.99%	2.75%	3.01%	0.26%	-1.07%
Germania	5.95%	7.69%	1.74%	2.54%	2.70%	0.16%	1.17%
Giappone	6.43%	6.57%	0.14%	0.19%	1.02%	0.83%	-3.61%
Irlanda	11.18%	12.14%	0.96%	6.56%	3.86%	-2.70%	-1.35%
Italia	12.33%	13.42%	1.10%	2.12%	3.91%	1.79%	1.79%
Norvegia	8.63%	10.10%	1.47%	5.07%	3.65%	-1.41%	12.08%
Nuova Zelanda	9.91%	11.13%	1.22%	4.99%	4.94%	-0.05%	
Paesi Bassi	5.63%	8.41%	2.78%	3.36%	2.90%	-0.46%	0.61%
Portogallo	15.90%	16.64%	0.73%	3.03%	4.61%	1.58%	-1.35%
Regno Unito	10.00%	11.42%	1.42%	3.79%	3.34%	-0.45%	-1.31%
Spagna	11.88%	12.84%	0.96%	3.70%	3.71%	0.02%	-1.11%
Stati Uniti	7.32%	8.72%	1.40%	3.99%	3.52%	-0.46%	-1.75%
Svezia	8.67%	10.86%	2.19%	3.96%	2.94%	-1.02%	2.04%
Svizzera	4.32%	4.94%	0.62%	2.34%	1.70%	-0.63%	1.12%
Media Euro	9.28%	11.03%	1.74%	3.39%	3.38%	-0.01%	0.41%
Media No-Euro	8.00%	9.82%	1.82%	3.70%	3.20%	-0.50%	1.63%
Media Generale	8.64%	10.42%	1.78%	3.54%	3.29%	-0.25%	0.91%

g: tasso di crescita annuale medio del PIL a prezzi correnti

i: tasso d'interesse nominale a lungo termine

ps: saldo primario (al netto della spesa per interessi)

Fonti: AMECO (per g i ps), OCSE (valori mancanti di i)

La Tavola 2 presenta il debito pubblico (in % del PIL) del 2021 per vari paesi (colonna 1) e il surplus primario (in % del PIL) necessario a stabilizzarlo al livello del 2021 (colonna 2).² L'Italia appare in una posizione molto più sfavorevole degli altri paesi: mentre per la grande maggioranza degli altri paesi anche un deficit primario è sufficiente a stabilizzare il debito, in Italia è necessario un avanzo primario

² Il surplus primario che stabilizza il debito ($\Delta b_t = 0$) è dato da: $sp_t = \frac{i-g}{1+g} b_{t-1}$ (Arachi e D'Antoni 2022: capitolo 14).

di 2.7% del PIL, considerevolmente superiore alla media italiana tra il 1999 e il 2010 (1.8%). Solo il Portogallo ha una situazione simile a quella italiana, ancorché meno grave (è necessario un surplus primario di 2.05% per stabilizzare il suo debito). Per altro, la difficoltà italiana non è dovuta all'elevato livello di debito da stabilizzare: nella colonna 3 della Tavola 2 sono riportati i valori di avanzo primario necessari a stabilizzare un debito del 150% (simile a quello italiano) per tutti i paesi: quasi tutti i valori sono negativi, e fortemente negativi nei casi di Irlanda, Norvegia e Svezia. In ogni caso molto inferiori al parametro italiano.

Tavola 2: Debito pubblico nel 2021 e surplus primario necessario a stabilizzarlo

	Debito pubblico 2021 (% PIL, criterio di Maastricht)	pb*	pb(150)
Australia	.	.	-1.18%
Austria	83.05%	-0.22%	-0.40%
Belgio	111.74%	-0.21%	-0.28%
Canada	.	.	-1.05%
Danimarca	39.84%	-0.09%	-0.34%
Finlandia	77.37%	-0.19%	-0.37%
Francia	115.13%	0.29%	0.37%
Germania	72.84%	0.11%	0.24%
Irlanda	55.81%	-1.41%	-3.80%
Italia	154.58%	2.71%	2.63%
Giappone	.	.	1.24%
Paesi Bassi	57.60%	-0.26%	-0.67%
Nuova Zelanda	.	.	-0.07%
Norvegia	45.86%	-0.62%	-2.02%
Portogallo	133.39%	2.05%	2.30%
Spagna	120.12%	0.02%	0.02%
Svezia	36.77%	-0.36%	-1.47%
Svizzera	.	.	-0.93%
Regno Unito	103.50%	-0.45%	-0.65%
Stati Uniti	.	.	-0.67%

$pb^* = (i-g)/(1+g) \times \text{debito (colonna 2)}$

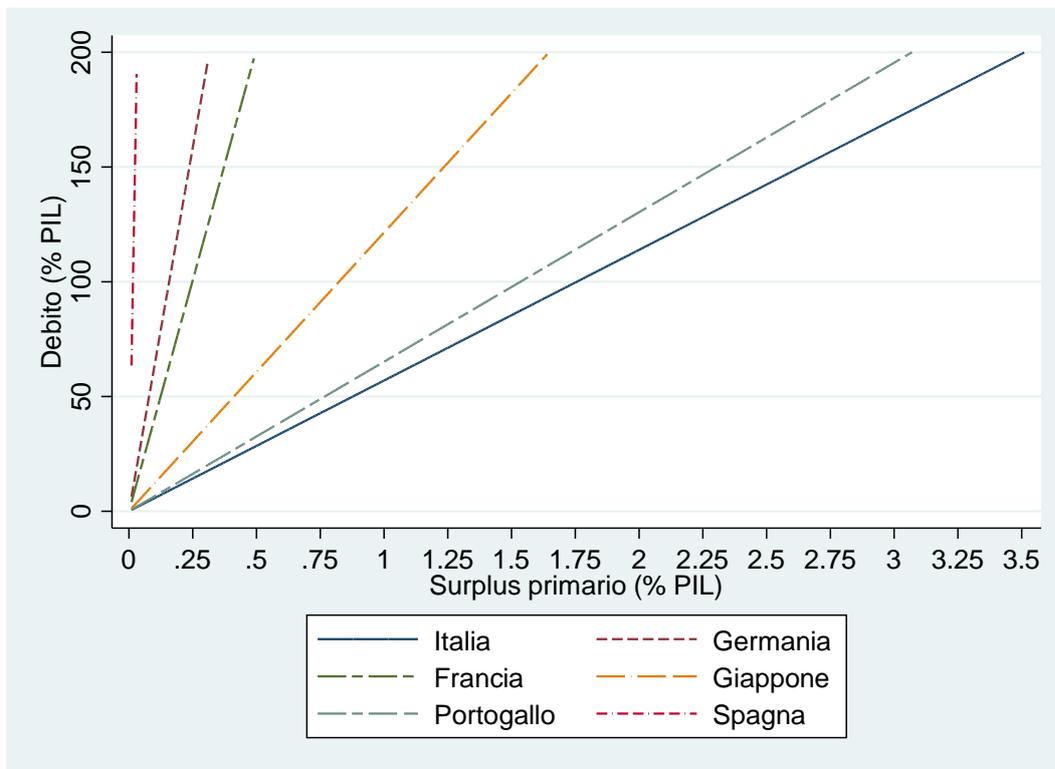
$pb(150) = (i-g)/(1+g) \times 1.5$

Fonti: OCSE per colonna 1 (valore del 2020 per la Norvegia); i e g sono medie annuali tra 1999 e 2019 (come da Tabella 1, colonne 4 e 5)

La Figura 2 rappresenta i livelli di debito sostenibili per diversi valori di surplus primario, sulla base dei valori medi di crescita e tasso d'interesse del periodo 1999-2019. Debito sostenibile è il livello massimo del debito/PIL per il quale un dato avanzo primario è sufficiente a stabilizzare il rapporto. Per livelli superiori alla soglia si innesca una dinamica esplosiva del debito. Dato che il problema della sostenibilità del debito si pone solo per i paesi per i quali $r - g$ è positivo (cfr Tavola 1), solo questi sono rappresentati nel grafico: Italia, Francia, Germania, Giappone, Portogallo e Spagna. La figura presenta ancora una volta una situazione molto eterogenea tra i diversi paesi e sottolinea la posizione molto difficile dell'Italia: mentre a Spagna, Francia e Germania, sulla base dei valori storici di crescita e tasso d'interesse, basta un piccolo avanzo primario per stabilizzare il debito a livelli

molto alti (superiori al 200% del PIL), al Portogallo e soprattutto all'Italia servono surplus primari molto più elevati.³

Figura 2: Relazione tra surplus primario e debito di equilibrio



I valori del debito (b) sull'asse verticale sono calcolati tramite la formula seguente: $b = (1+g)/(i-g) \times$ surplus primario, e corrispondono a livelli di debito stabili ($\Delta b=0$).

I valori di i e g sono medie annuali tra 1999 e 2019 (come da Tabella 1, colonne 4 e 5).

Infine la Figura 3 simula l'andamento del debito per i prossimi vent'anni sulla base di diverse combinazioni di tasso di crescita, tasso d'interesse e surplus primario. La linea intera gialla rappresenta quel che succederebbe se i valori medi delle tre variabili per il periodo 1999-2019 ($g = 2.1\%$; $i = 3.9\%$, surplus primario = 1.8%) dovessero rimanere immutati. In questo caso il debito continuerebbe ad aumentare rispetto al PIL raggiungendo il 177% dopo 20 anni, dato che l'avanzo primario, pur considerevole, non è sufficiente a contrastare l'effetto palla di neve. La linea verde spezzata considera il caso in cui i tassi di crescita e d'interesse rimangano invariati, ma la politica fiscale diventi considerevolmente più restrittiva, con un surplus primario del 4% all'anno.⁴ In questo caso si verificherebbe una leggera riduzione del debito dal 155% del PIL al 125% dopo 20 anni. È difficile però che un surplus primario del 4% all'anno per 20 anni sia politicamente sostenibile. Dinamiche del debito molto più favorevoli sono associate invece agli scenari in cui la crescita è maggiore del tasso d'interesse. La linea spezzata grigia rappresenta la dinamica del debito corrispondente ai valori medi di crescita, interesse, e avanzo primario di 20 paesi avanzati tra il 1999 e il 2019 (3.5%, 3.3%, e 0.9% rispettivamente). In questo caso il debito italiano declina debolmente fino a 146% dopo 20 anni. I casi più favorevoli sono quelli in cui la crescita è maggiore del tasso d'interesse di due punti (4% e 2% rispettivamente). Se questi valori sono accompagnati da un

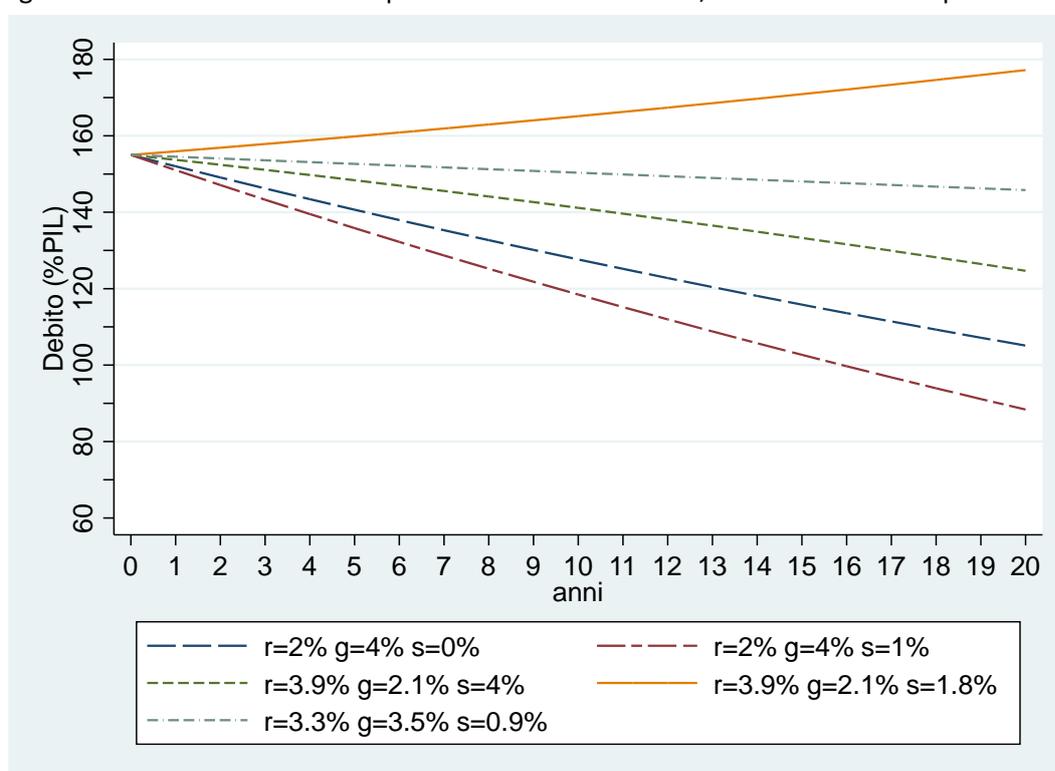
³ Il surplus primario che stabilizza il debito ($\Delta b_t = 0$) è dato da: $sp_t = \frac{i-g}{1+g} b_{t-1}$.

⁴ In questo caso si suppone che l'innalzamento dell'avanzo primario non abbia effetti negativi su crescita e tasso d'interesse.

modesto surplus primario di 1% all'anno il debito declina fino a 88%. Se invece il bilancio primario è in pareggio, allora il debito raggiunge il 105% dopo 20 anni.

Si può concludere che per ridurre il debito pubblico italiano è soprattutto necessario aumentare il tasso di crescita nominale tenendo simultaneamente sotto controllo il tasso d'interesse nominale. Le regole fiscali esistenti si concentrano solo sulla dimensione dell'avanzo primario, presupponendo che questo non impatti negativamente (o lo faccia solo debolmente) sul tasso di crescita. In realtà la crisi dei debiti sovrani ha mostrato che i moltiplicatori fiscali sono più elevati del normale in situazioni in cui la politica monetaria è ostacolata dallo *zero lower bound* (Blanchard and Leigh 2013; Dullien et al. 2020; Martin and Ragot 2021) e che un consolidamento fiscale prematuro può ridurre il potenziale di crescita (Fatás e Summers 2018). Dunque un avanzo primario molto elevato, oltre ad essere politicamente insostenibile – la letteratura di scienza politica mostra come le politiche di austerità siano fortemente impopolari e portino alla crisi dei partiti tradizionali e all'emersione di partiti *challenger* (Hübscher et al. 2020) – è anche probabilmente controproducente e va evitato. È alla luce di questi obiettivi che nel paragrafo seguente saranno valutate varie proposte di riforma delle regole di governance fiscale europea.

Figura 3: Andamento del debito per diversi tassi di crescita, interesse e avanzo primario



r = tasso d'interesse, g = tasso di crescita, s = surplus primario (% PIL)

Il grafico è derivato dall'applicazione della formula: $d_t = \frac{1+r}{1+g} d_{t-1} - s$, con livello iniziale del debito posto a 155.

Le proposte di riforma

Le regole fiscali europee sono attualmente sospese a causa della pandemia. La sospensione durerà probabilmente fino a tutto il 2022, e potrebbe protrarsi ulteriormente se la guerra in Ucraina dovesse continuare. Se dopo la sospensione le regole non fossero modificate, la loro applicazione

costringerebbe l'Italia ad un aggiustamento fiscale molto pesante, che metterebbe a rischio la tenuta economica e politica del Paese. Come argomentano Martin e Ragot (2021: 13):

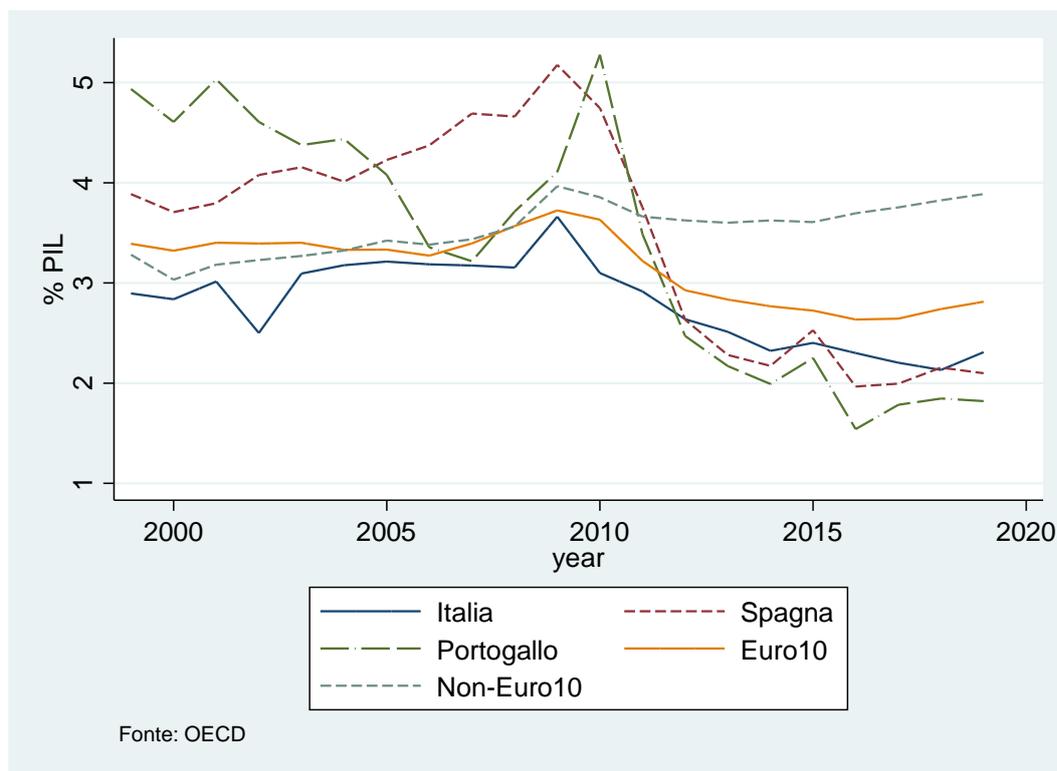
"L'applicazione delle attuali regole fiscali non è auspicabile e genererebbe molte eccezioni e un alto livello di complessità. L'attuale ruolo del livello di debito/PIL nella definizione dell'OMT [Obiettivo di Medio Termine, *ndr*] è semplicemente irrealistico. Se il debito di un paese va oltre il 60% del PIL, questo deve realizzare un surplus dell'OMT che superi il saldo che stabilizza il debito al 60%, poiché deve aggiungere uno 'sforzo supplementare di riduzione del debito' dello 0.2% del PIL per i paesi con debito al 60% e dell'1.4% del PIL per i paesi con livelli di debito al 110% del PIL (European Commission 2019: p. 12). Più precisamente, la regola attuale per il contributo della riduzione del debito all'OMT è $0,024 * D - 1,24$ (dove D è il debito oltre il 60% del PIL). Per l'Italia, che probabilmente raggiungerà il 150% del debito sul PIL [in realtà nel 2021 questo valore è stato di 155%, *ndr*], ciò implicherebbe uno sforzo supplementare di riduzione del debito di 2.3% all'anno. Questo non è fattibile. In realtà, molti paesi avranno un debito sul PIL superiore al 110%." (traduzione mia)

Alla luce di queste considerazioni sull'inapplicabilità delle regole esistenti, non sorprende che siano state elaborate numerose proposte di riforma. In questo paragrafo le varie proposte non saranno passate in rassegna, se non in maniera sommaria, ma ci si soffermerà sugli aspetti che hanno maggiori implicazioni per l'Italia. Per un esame dettagliato di tre proposte: quella dello European Fiscal Board (2020a,b), quella di Dullien et al. (2020), e quella di Blanchard et al. (2021), sia per gli aspetti economici che legali, si rimanda a Dullien et al. (2022).

La più interessante (dal punto di vista dell'Italia) tra le proposte in discussione è quella di escludere gli investimenti pubblici dal calcolo della spesa o del deficit ammissibili ("*golden rule*"). L'obiettivo è quello di promuovere un aumento degli investimenti pubblici, che a sua volta potrebbe aumentare il tasso di crescita e quindi migliorare la sostenibilità fiscale riducendo $r - g$. La Figura 3 mostra che tra il 1999 e il 2019 gli investimenti pubblici sono calati, in media, in dieci paesi della zona euro dopo la crisi finanziaria, mentre lo stesso non è successo in dieci paesi non-euro. Gli investimenti pubblici sono letteralmente crollati in Spagna e Portogallo dopo la crisi dei debiti sovrani e sono fortemente diminuiti in Italia, dal 3.6% del PIL nel 2009 al 2.3% nel 2019. Dunque, modifiche alle regole fiscali che incentivino gli investimenti pubblici sono un opportuno correttivo al trend recente.

Nel rendere operativa la *golden rule* è necessario determinare precisamente cosa debba intendersi per investimenti, se sia appropriato considerare come tali le poste che rientrano nella definizione di "capitale fisso" del Sistema di Contabilità Nazionale (che copre anche le spese per gli armamenti), o se sia preferibile una definizione più ampia, come proposto da Giavazzi et al. (2021), che includa anche alcune spese correnti, come quelle per scuola e formazione e sanità, nella misura in cui anch'esse contribuiscono ad aumentare il potenziale di crescita. Inoltre, occorre decidere se l'esclusione debba riguardare tutte le spese d'investimento, cosa che potrebbe incoraggiare forme di contabilità creativa, o se occorra introdurre un tetto massimo. Per es. Truger (2016) propone di escludere gli investimenti pubblici *netti* fino ad un massimo di 1.5% del PIL. La *golden rule* provoca inoltre una modifica tendenziale della composizione del bilancio pubblico dato che incoraggia certe tipologie di spesa a discapito di altre, e scarica gran parte dell'onere della riduzione del debito sulla spesa corrente (ad es. pensioni e stipendi), che è anche quella politicamente più sensibile. Quindi, a seconda dell'entità dell'aggiustamento richiesto e della sua rapidità, potrebbe far sorgere tensioni politiche.

Figura 3: Andamento degli investimenti pubblici in diversi paesi



La proposta della *golden rule* si accompagna talvolta a quella d'introduzione di una *regola della spesa* come principale strumento operativo.⁵ La regola della spesa consentirebbe di semplificare notevolmente e di rendere più trasparente il quadro di regole europee.⁶ Al momento, il "braccio preventivo" del Patto di Stabilità e Crescita (PSG) si concentra su di un obiettivo formulato in termini di deficit strutturale ("Obiettivo di Medio Termine"). Il problema di affidarsi a questa misura è che si tratta di un'entità inosservabile, e che la sua stima è soggetta a revisioni frequenti e procicliche: quando l'economia è in recessione, il PIL potenziale è rivisto al ribasso e il deficit strutturale aumenta; vice versa quando l'economia è in fase espansiva.⁷

⁵ Una proposta che incorpora la *golden rule* all'interno della regola della spesa è quella di Dullien et al. (2020: 11). La formula è: $g_t = g - \delta(d_t - d)$, ove g_t è il tasso di crescita della spesa pubblica nominale non destinata agli investimenti, y è il tasso di crescita nominale di lungo periodo del PIL potenziale (che incorpora l'inflazione attesa, ad es. il target d'inflazione della banca centrale), $d_t - d$ è la differenza tra il rapporto debito/PIL attuale e quello obiettivo, e δ determina la velocità con cui il rapporto debito/PIL converge verso l'obiettivo. Dullien et al. (2020) propongono un valore di δ di 1%, mentre Giavazzi et al. (2021) propongono un valore molto più elevato: 5% (cfr. Giavazzi et al 2021: 5).

⁶ Una regola della spesa fa già parte delle procedure attualmente utilizzate per determinare il percorso da compiere per raggiungere l'obiettivo di deficit strutturale, ma gioca un ruolo secondario (cfr. European Commission 2019: pp 27-36).

⁷ Heimberger e Kapeller (2017) sostengono che l'utilizzo di un costrutto come il "deficit strutturale" (il deficit di un'economia che opera al suo potenziale non-inflazionistico, al netto di fluttuazioni cicliche) abbia effetti "performativi", ovvero contribuisca a creare la realtà che dovrebbe fotografare. Se dopo una recessione la Commissione rivede al ribasso le stime del PIL potenziale di un Paese e del suo "output gap" (la differenza tra PIL effettivo e PIL potenziale) benché la disoccupazione sia molto elevata, questo aumenta il deficit strutturale stimato e riduce lo spazio fiscale a disposizione del Paese in questione, inducendolo ad intraprendere prematuramente azioni di consolidamento fiscale. Queste riducono il PIL potenziale, rendendo vera l'affermazione iniziale che il potenziale del Paese fosse inferiore a quanto inizialmente stimato.

La regola della spesa consente di attenuare (anche se non di eliminare del tutto) questi problemi di stima prevedendo che la correzione necessaria a portare il bilancio pubblico in equilibrio si faccia sulla spesa nominale, che è un'entità direttamente controllabile dai governi. La spesa pubblica nominale, depurata dalle componenti cicliche e eventualmente dalle spese d'investimento (nel caso si applicasse la *golden rule*), deve crescere più lentamente del tasso di crescita del Pil potenziale se il debito è al di sopra del valore di riferimento, e tanto più lentamente quanto maggiore è la distanza del debito attuale dal livello obiettivo.⁸

Dato che le entrate continuano a crescere (almeno) al tasso di crescita del Pil nominale, mentre le spese crescono a ritmo inferiore (in caso di aumenti o riduzioni discrezionali delle imposte i parametri sono aggiustati di conseguenza), l'applicazione della regola della spesa determina un aumento del surplus primario nel tempo, e questo potrebbe avere effetti negativi per la crescita. Per esempio, la proposta dello European Fiscal Board, che prevede l'introduzione della regola della spesa, implica per l'Italia avanzi primari molto elevati (intorno al 4%), anche se più spostati verso la fine del periodo rispetto alle regole attuali, e solo un po' più bassi nel caso in cui il periodo di aggiustamento venga allungato (European Fiscal Board 2020b: Figura 7). È dunque opportuno accompagnare alla regola della spesa l'introduzione di un tetto massimo al surplus primario tollerabile, come proposto da Dullien et al. (2020).

Una misura che riduce l'entità dell'aggiustamento fiscale prevede d'innalzare il rapporto debito-PIL di riferimento o di allungare il periodo di aggiustamento. L'obiettivo del 60% del PIL aveva senso in un'epoca in cui si considerava che investimenti per 3% all'anno potessero essere finanziati in deficit lasciando il bilancio corrente sostanzialmente in pareggio, e che la crescita nominale fosse di 5% all'anno in media.⁹ Con la diminuzione della crescita nominale annua a 3% circa, un obiettivo del 100% del PIL appare più ragionevole, e infatti la proposta di riforma delle regole fiscali elaborata dal MES prevede questo valore di riferimento (ESM 2021). La proposta di Dullien et al. (2020) propone d'innalzare il rapporto debito-PIL al 90%.

In realtà, se la differenza tra r e g dovesse continuare a essere negativa come lo è stata tra il 1999 e il 2019 per quasi tutti i paesi avanzati (ma non per l'Italia), il debito tenderebbe a convergere "naturalmente" verso 0 e anche deficit primari sarebbero compatibili con la stabilità del debito. In queste circostanze imporre un tetto massimo al debito non sarebbe necessario tranne che per impedire deficit primari eccessivi.¹⁰

⁸ La regola della spesa non elimina il riferimento ad entità inosservabili e potenzialmente procicliche dato che si basa sulla crescita del Pil potenziale, ma riduce i problemi di stima eliminando la necessità di stimare l'elasticità della risposta del bilancio strutturale all'output gap, e facendo riferimento alla crescita e non al livello del Pil potenziale. La stima della prima tende ad essere più stabile di quella del secondo (cfr. Dullien et al. 2022: 21-22).

⁹ Il parametro del 60% è quello che deriva dalla divisione tra un deficit del 3% e una crescita nominale del 5%, cfr. Arachi e D'Antoni (2022: capitolo 14).

¹⁰ Un'altra proposta di modifica delle regole prevede di migliorare il coordinamento tra il Patto di Stabilità e Crescita e la procedura di Squilibrio Macroeconomico Eccessivo (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP) (cfr. Dullien et al. 2020). Al momento la MIP ha un peso limitato e non è ben coordinata con le regole fiscali. La pletora d'indicatori sui cui si basa dovrebbe essere semplificata per soffermarsi sui più importanti, che sono, secondo Dullien et al. 2020, il saldo delle partite correnti (ove le soglie, attualmente 4% in caso di deficit e 6% in caso di surplus, andrebbero rese simmetriche), l'inflazione e l'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto. Bisognerebbe inoltre collegare esplicitamente le due procedure, quella macroeconomica e quella fiscale, in modo che le raccomandazioni dell'una siano prese in conto dall'altra. Per es. ad un paese con surplus di partite correnti eccessivo ai sensi della MIP si dovrebbe raccomandare un deficit fiscale superiore a quello previsto dalla procedura fiscale (Obiettivo di Medio Termine).

Nel dibattito italiano sono inoltre emerse proposte per la cessione del debito "pandemico" a un'agenzia europea (Giavazzi et al. 2021; Avgouleas e Micossi 2021; Amato et al. 2022). Nella proposta di Giavazzi e colleghi, il debito pubblico viene diviso in tre parti: 1) una parte di debito "cattivo", da ridurre più velocemente (al ritmo di 5% all'anno); 2) una parte di debito "buono", emesso per finanziare la spesa per il futuro, per il quale il processo di riduzione è più lento (2% all'anno); 3) una parte di debito "pandemico" (pari al 19% del PIL nel caso italiano), che è acquisito progressivamente da un'agenzia europea del debito e rimane costante nel tempo in proporzione al PIL.¹¹ L'agenzia del debito rileva i titoli di stato che la BCE ha comprato durante la pandemia e cede in cambio alla BCE i propri titoli, che riesce ad emettere a condizioni più favorevoli di quelle che otterrebbero i paesi fortemente indebitati.¹²

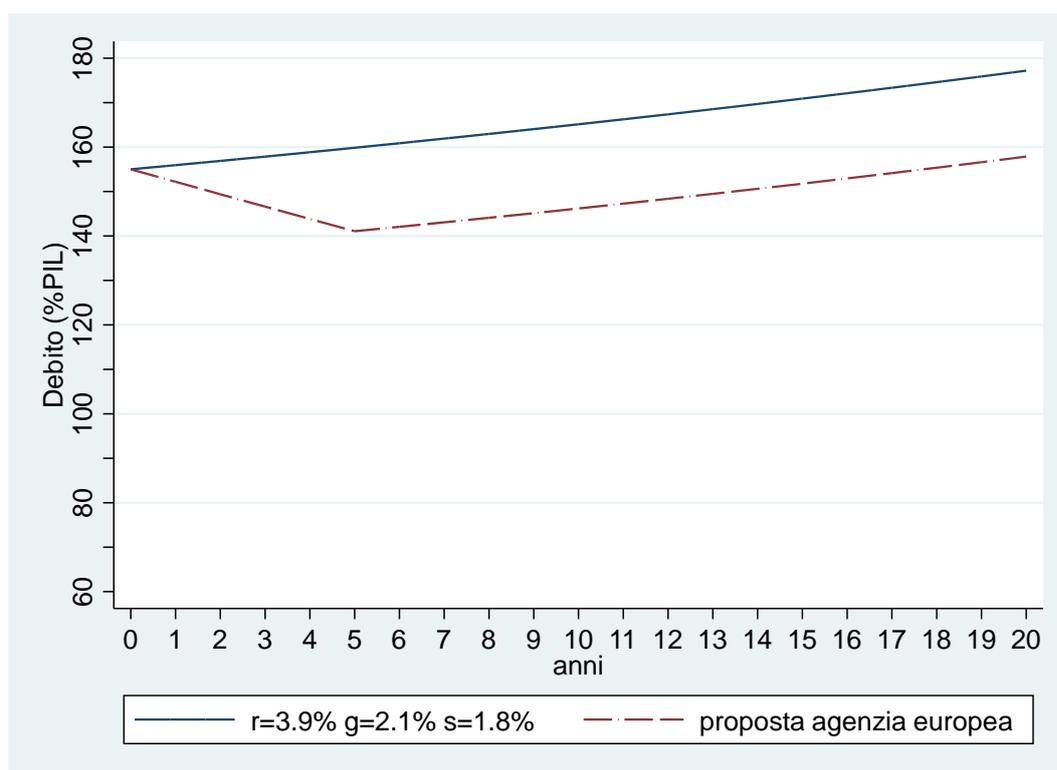
La proposta di agenzia europea del debito contribuisce solo marginalmente a migliorare la sostenibilità del debito italiano, riducendo il costo del servizio del debito sulla parte acquisita dall'agenzia. Nella Figura 4 sono visualizzati gli effetti della proposta sul rapporto debito-PIL italiano, considerando un'Italia in cui i valori di r e g e avanzo primario sono posti uguali alle loro medie tra il 1999 e il 2019. In questo scenario, il debito pubblico italiano decresce leggermente per i primi 5 anni, in cui il debito pandemico viene assorbito dall'agenzia, ma poi torna a salire e supera di nuovo il 155% del PIL dopo 18 anni. La ratio principale della proposta sembra essere quella di consentire alla BCE di "normalizzare" la sua politica economica quanto prima, consentendole di liberarsi dei titoli acquisiti con i vari programmi d'acquisto, non quella di migliorare le condizioni di finanziamento dei paesi ad alto debito.¹³

¹¹ La proposta di Giavazzi et al (2021) riunisce diversi elementi: oltre all'introduzione di un'agenzia per la gestione del debito pandemico e di regole di riduzione differenziata per debito "buono" e "cattivo", prevede l'introduzione di una *golden rule* (esclusione della spesa per investimenti) all'interno di una regola della spesa che rimpiazza la regola operativa attuale basata sul deficit strutturale.

¹² Giavazzi et al. (2021: nota 2) ipotizzano che il tasso pagato dall'agenzia del debito per finanziarsi sia uguale a quello dei bond tedeschi più 20 punti base. Per evitare che l'agenzia subisca perdite, gli stati pagano all'agenzia una quota proporzionale alla differenza tra il costo del debito r per l'agenzia e il tasso di crescita g del paese in questione. Se $r - g$ è negativo nessun pagamento è dovuto.

¹³ Un'altra proposta molto dibattuta è quella di Blanchard et al. (2021). Questi autori propongono di sostituire le regole rigide e uguali per tutti attualmente in vigore con principi d'ispirazione generale (standard) che vengono applicati in maniera differenziata a seconda delle circostanze. La valutazione della sostenibilità del debito di ciascun paese dovrebbe essere condotta da un'agenzia tecnica indipendente, un comitato fiscale nazionale o europeo, che dovrebbe preparare un'analisi stocastica di sostenibilità del debito sulla base dell'evoluzione probabile di diverse variabili. Sulla base di questa analisi verrebbe raccomandato ai Paesi di mettere in atto misure di aggiustamento fiscale nel caso in cui la probabilità d'insostenibilità del debito superi una certa soglia. L'agenzia tecnica dovrebbe inoltre avere il potere di bloccare la legge di bilancio di un Paese nel caso in cui la sostenibilità sia a rischio. In questo caso, il governo avrebbe facoltà di appellarsi ad un'entità terza, preferibilmente la Corte di Giustizia Europea, che fungerebbe da decisore di ultima istanza. Questa proposta richiederebbe con grande probabilità una modifica dei trattati, con annesse procedure di ratifica e referendum ove necessari, dal momento che introduce nuove competenze per la Corte di Giustizia o per l'entità terza (cfr. Dullien et al. 2022). Inoltre limita le prerogative dei parlamenti in materia fiscale in maniera probabilmente incompatibile con la nozione di sovranità nazionale articolata in diverse sentenze della Corte Costituzionale tedesca (Höpner 2021). Infine aggrava il problema del deficit democratico dell'Unione Europea affidando la legittimazione della politica fiscale ad un'entità giurisdizionale invece che ad un'assemblea rappresentativa.

Figura 4: Andamento del debito dopo la cessione del debito pandemico all'agenzia europea



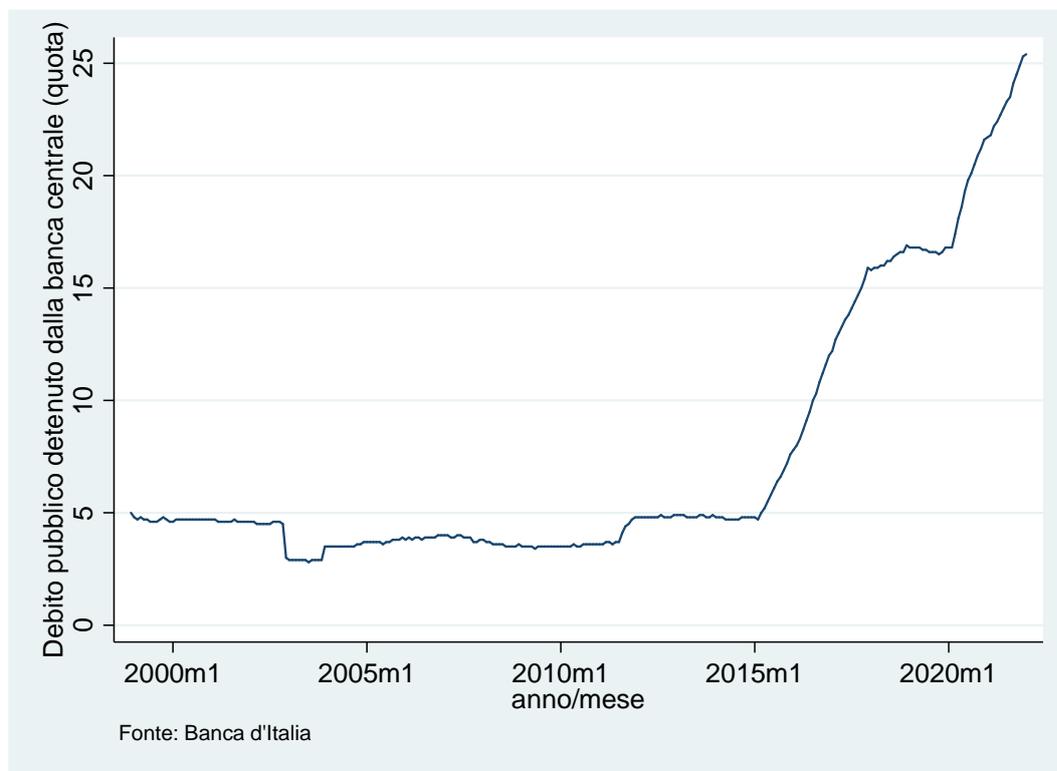
La linea continua grigia traccia l'andamento del debito pubblico per valori di r , g e surplus primario (s) uguali alle medie tra il 1999 e il 2019.

La linea spezzata rossa traccia l'andamento del debito dopo la cessione all'agenzia del debito europea di quote di debito pubblico pari a 3.8% del PIL per anno per i primi 5 anni fino a 19%; r , g e surplus primario (s) sono uguali alle medie tra il 1999 e il 2019; viene inoltre considerato il pagamento di una *fee* annuale sulla quota di debito italiano detenuta dall'agenzia pari alla differenza tra tasso d'interesse nominale sui bond tedeschi tra il 1999 e il 2014 + 20 punti base (3.7%) e il tasso di crescita medio nominale italiano (2.1) (cfr. Giavazzi et al. 2021, nota 2).

Se la *golden rule*, stimolando gli investimenti pubblici, potrebbe aumentare il tasso di crescita dell'economia italiana, e l'innalzamento del livello massimo di debito al di sopra del 60% attuale (o l'estensione del periodo di aggiustamento) potrebbe alleviare il peso dell'aggiustamento fiscale, perché $r - g$ diminuisca e divenga durevolmente negativo, è necessario anche che il tasso d'interesse che l'Italia paga sul suo debito pubblico rimanga basso. Negli ultimi anni i programmi di acquisto della BCE sono stati fondamentali per garantire condizioni di finanziamento accettabili all'Italia e agli altri stati. La Figura 5 mostra che la Banca d'Italia detiene attualmente più di un quarto dello stock del debito pubblico italiano. Tuttavia la BCE ha già annunciato la sua intenzione di chiudere il programma PEPP entro la fine di marzo del 2022 e gli altri programmi di acquisto entro il 2022. Inoltre, l'aumento dell'inflazione lascia prefigurare un aumento dei tassi d'interesse. La BCE potrebbe alzarli attraverso un programma di "Quantitative Tightening" (Cottarelli 2020), ovvero vendendo i titoli del debito pubblico che ha in bilancio. Il rischio è si ripeta lo scenario dei primi anni 2010: una situazione in cui le crescenti difficoltà di finanziamento di governi ad alto debito generano nei mercati aspettative di default o uscita dall'euro che aumentano ulteriormente i rendimenti finendo con il rendere più probabile la ristrutturazione o l'uscita (DeGrauwe 2013). In queste condizioni sarebbe utile che la BCE continui per un po' la sua politica (informale) di "chiusura degli spread", ma questa è più difficilmente

giustificabile in un periodo d'inflazione crescente come quello attuale di quanto non fosse nel recente passato.¹⁴

Figura 5: Quota di debito pubblico detenuto dalla Banca d'Italia



Tutte le proposte devono tuttavia fare i conti con le preferenze delle controparti. La Germania ha fortemente influenzato la risposta europea alla crisi dei debiti sovrani ed è molto probabile che giochi un ruolo centrale anche nelle negoziazioni sulla riforma delle regole fiscali. Nel paragrafo successivo si ricostruisce dunque il dibattito tedesco su questi temi, per far emergere eventuali punti di contatto e di sovrapposizione con quello italiano.

Il dibattito tedesco

Il governo di coalizione tra socialdemocratici, verdi e liberali non ha ancora presentato la sua posizione sulla riforma del Patto di Stabilità e Crescita. Il contratto di governo dedica al tema solo poche righe:

"Il Patto di Stabilità e di Crescita (PSC) ha dimostrato la sua flessibilità. Sulla sua base, vogliamo assicurare la crescita, mantenere la sostenibilità del debito e garantire investimenti sostenibili e rispettosi del clima. L'ulteriore sviluppo delle regole di politica fiscale dovrebbe essere guidato da questi obiettivi al fine di rafforzare la loro efficacia di fronte alle sfide dei

¹⁴ La proposta di Maduro et al. (2021) chiede maggiore coordinamento tra la politica monetaria e quella fiscale. A questo fine, gli autori propongono che i programmi di acquisto di titoli divengano parte integrante degli strumenti operativi della BCE, nella misura in cui sono necessari per realizzare il suo mandato di stabilità dei prezzi. Anche i vincoli auto imposti (per es. acquisti secondo la *capital key*, fino ad un terzo dello stock di emissione, ecc.) dovrebbero essere accantonati. Tuttavia, anche per questi autori la BCE non può allentare la pressione del mercato sui governi senza violare il suo mandato e mettere a rischio la sua indipendenza.

tempi. Il PSC dovrebbe diventare più semplice e trasparente, anche per rafforzare la sua applicazione." (SPD/Grüne/FDP 2021: 168) (traduzione mia)

Benché si tratti d'indicazioni telegrafiche, c'è un'apertura nei confronti di misure che stimolino gli investimenti, segnatamente quelli "verdi". Inoltre si auspica una semplificazione delle regole che assicuri maggiore trasparenza e faciliti la loro applicazione. Sono esclusi cambiamenti radicali (per es. quelli che richiederebbero modifiche dei trattati e forse anche della legislazione secondaria), dato che il PCS, secondo gli estensori del contratto, ha dato buona prova di sé ed è sufficientemente flessibile.

Molto più esplicito è il rapporto del *Sachverständigenrat*, il Consiglio degli Esperti Economici, del 2021 (*Sachverständigenrat* 2021: capitolo 2), che tratta esplicitamente del tema e, evento raro, presenta due prese di posizione diverse su di esso. Due dei Consiglieri, Veronika Grimm e Volker Wieland, scrivono che le regole attuali sono eccessivamente complicate e troppo flessibili; per esempio la regola della riduzione del debito di 1/20 all'anno non ha mai dato luogo a una procedura per deficit eccessivo poiché sono sempre state trovate circostanze attenuanti. Anche la decisione di estendere la sospensione del PSC fino a tutto il 2022 per tutti i paesi è difficilmente giustificabile dato che solo tre paesi non sono ancora ritornati ai livelli di reddito del 2019. È necessario che a partire dal 2023 al più tardi tutti i paesi si attengano alle regole del braccio preventivo del PSC (che richiede di aumentare l'avanzo strutturale almeno di 0.5%) e non ci sono ragioni di credere che l'applicazione delle regole esistenti minacci in alcun modo la ripresa economica (*Sachverständigenrat* 2021: 111).

Per quel che riguarda la riforma delle regole fiscali, i due Consiglieri reiterano l'orientamento già espresso dal *Sachverständigenrat* nel 2017: è necessario semplificare le regole e rafforzare la loro applicazione. Occorre introdurre una regola della spesa come strumento operativo di breve periodo. La crescita della spesa nominale dovrebbe essere mantenuta al di sotto del tasso di crescita del PIL potenziale, e la riduzione dovrebbe essere tanto maggiore quanto più ampia è la distanza tra il debito e l'obiettivo del 60% del PIL. Alla regola della spesa andrebbe inoltre abbinato un obiettivo di deficit strutturale di medio periodo. La supervisione e l'applicazione delle norme dovrebbe essere affidata ad un'entità tecnica indipendente, meno incline al compromesso della Commissione. Non si fa menzione di escludere gli investimenti, ma solo la spesa per interessi e per i sussidi di disoccupazione. Si aggiunge infine che se queste modifiche fossero accettate e applicate rigorosamente, allora si potrebbe acconsentire ad allungare il periodo necessario a raggiungere il rapporto debito-PIL del 60% oltre i 20 anni attuali.

Molto diversa è la posizione degli altri due Consiglieri, Monika Schnitzer e Achim Truger. Questi non contestano la necessità che vi siano regole per contenere il *deficit bias* della politica fiscale, ma chiedono che le regole non mettano a rischio la ripresa e le prospettive di crescita economica. Ritengono che la crisi dell'euro abbia dimostrato con chiarezza come un consolidamento fiscale prematuro sia controproducente anche dal punto di vista economico (*Sachverständigenrat* 2021: 117), e che la zona euro sia uscita dalla crisi solo a partire dal 2015, quando l'orientamento della Commissione si è fatto più flessibile e la BCE ha fatto partire il suo programma di acquisti.

Schnitzer e Truger affermano che la regola della riduzione del debito di 1/20 per anno è di fatto inapplicabile per un paese ad alto debito come l'Italia e che sarebbero preferibili regole differenziate su base nazionale. Sottolineano inoltre che le regole attuali non incoraggiano a sufficienza gli investimenti pubblici, per i quali ci sono buoni argomenti per giustificare il ricorso al debito. Certo, occorrerebbe definire con chiarezza quali siano gli investimenti da escludere, in modo da evitare esenzioni immotivate, ma il problema può essere risolto introducendo un tetto massimo.

"In questo contesto, si suggerisce una riforma delle regole fiscali che combini valori obiettivo specifici per paese per quanto riguarda il livello di debito o la velocità di aggiustamento, con

un trattamento privilegiato per la spesa per investimenti. Questo potrebbe essere abbinato ai vantaggi di una regola di spesa ... Il consolidamento implicito potrebbe essere un po' più lento e il rapporto debito/PIL un po' più alto rispetto alle regole attuali, ma questo sembra essere poco preoccupante, dato l'attuale contesto di bassi tassi d'interesse" (Sachverständigenrat 2021: 119, traduzione mia).

Tre economisti del Kiel Institute for the World Economy (Gern et al. 2020) hanno recentemente formulato un'analisi che è per alcuni aspetti simile a quella di Grimm e Wieland esaminata sopra – il PSC è criticabile non per rigidità e rigore eccessivi, ma per la sua troppa flessibilità e insufficiente applicazione – ma affronta esplicitamente il tema di come gestire una eventuale nuova crisi dei debiti sovrani, raccomandando la ristrutturazione del debito per alcuni paesi e proponendo nel lungo periodo il passaggio ad un sistema in cui le regole fiscali sono abolite e i rendimenti sui titoli di stato sono determinati dal mercato.

L'unione monetaria, affermano questi autori, è un regime in cui gli stati si indebitano in moneta "quasi estera", dato che non sono in grado di assicurare il rifinanziamento del debito pubblico nazionale attraverso l'emissione di moneta (Gern et al. 2020: 22). Perché questo regime funzioni è necessario che il debito pubblico dei membri dell'unione valutaria sia basso. Se il debito è troppo elevato, i mercati potrebbero renderne difficile il roll-over e scatenare una "crisi del debito che si autoavvera" (Gern et al. 2020: 27).

Allo stato attuale, è possibile che per alcuni paesi si debba ammettere che il tentativo di ridurre il debito a livelli ragionevoli attraverso le regole fiscali sia fallito: il debito è semplicemente troppo elevato e andrebbe ristrutturato. Tuttavia la ristrutturazione del debito è un'operazione molto complicata se il paese in questione ha necessità di finanziarsi sul mercato. "La prospettiva di una ristrutturazione come mezzo per raggiungere l'obiettivo di un livello di debito sicuro genererebbe con alta probabilità turbolenze finanziarie in alcuni paesi e metterebbe le finanze pubbliche dei paesi ad alto debito sotto forte pressione ... Inoltre, potrebbero verificarsi effetti di contagio che metterebbero in pericolo la stabilità fiscale di altri Stati membri" (Gern et al. 2020: 27, traduzione mia). Gli autori propongono dunque che venga introdotto a livello europeo un regime d'insolvenza che permetta di ristrutturare in maniera ordinata i debiti sovrani ogni qual volta le condizioni di finanziamento divengano insostenibili, e simultaneamente uno strumento di finanziamento che per un periodo limitato (10 anni) operi per limitare gli spread sui titoli del debito pubblico, facendo sostanzialmente quel che ha fatto la BCE, in particolare con il PEPP.

Nel periodo di transizione, i paesi ad alto debito potrebbero prendere le misure necessarie a ridurre il debito a dimensioni accettabili, compresa la ristrutturazione, senza dover temere la reazione dei mercati. Passato il periodo intermedio, tutte le regole fiscali europee sarebbero eliminate e ciascun paese sarebbe libero di gestire la propria politica fiscale come meglio crede, ma la clausola di no-bailout sarebbe applicata in maniera ferrea, ovvero non ci sarebbero più fondi salva-stati, e il divieto di finanziamento monetario da parte della BCE sarebbe applicato in maniera altrettanto ferrea. Se il mercato giudicasse insostenibile la politica fiscale di uno stato, i rendimenti aumenterebbero, e non ci sarebbe altra soluzione che il default. I tassi d'interesse dei membri dell'eurozona sarebbero dunque diversificati a seconda del rischio percepito dai mercati. Nel periodo intermedio, dicono gli autori, il ruolo di "calmieratore dello spread" potrebbe essere svolto dal MES, che si finanzierebbe con i contributi di tutti i paesi membri.

La posizione tedesca è cambiata dopo il NextGenEU?

La Germania ha tradizionalmente tenuto una posizione molto rigida in materia di politica fiscale europea, opponendosi ad ogni forma di mutualizzazione del debito e alla creazione di una capacità fiscale comune, chiedendo misure più severe per la riduzione del deficit e del debito dopo la crisi dei debiti sovrani, e criticando l'applicazione troppo lasca e discrezionale delle regole (Degner and Leuffen 2020; Howarth and Schild 2021). Tuttavia, le proposte espresse da Schnitzer e Truger in una sede ufficiale come il *Sachverständigenrat* – diversificare il paramentro del debito su base nazionale ed estendere il periodo di rientro, introdurre una regola della spesa che includa la *golden rule* – indicano che in questo momento il dibattito è più aperto di quanto non fosse durante la crisi dell'euro.

Un'altro segnale incoraggiante è dato dal *Next Generation EU*. Autorizzandone il varo la Germania ha infranto diversi taboos: ha consentito che il programma includesse sovvenzioni a favore degli stati più colpiti, ovvero trasferimenti fiscali (anche se mediati dalla Commissione, non diretti da stato a stato), dopo averli a lungo avversati. Ha inoltre permesso che i trasferimenti fossero finanziati con l'emissione di debito comune (da parte dell'Unione Europea), cosa che in precedenza aveva tassativamente escluso (Howarth and Schild 2021: 219).

Tuttavia, sarebbe sbagliato pensare che l'approvazione del NextGenEU indichi un nuovo approccio alla politica europea da parte della Germania. In realtà rappresenta una risposta pragmatica ad una situazione eccezionale (Baccaro et al. 2021a). Per rendersi conto di questo, è sufficiente esaminare il processo che ha portato all'approvazione del NextGenEU.

Nel marzo 2020 il governo italiano prese l'iniziativa di chiedere l'emissione di "coronabonds" per far fronte alla pandemia. La reazione iniziale del governo tedesco fu negativa. Alcuni politici tedeschi, memori del celebre "niente Eurobonds finché sarò viva!",¹⁵ pronunciato da Merkel durante la crisi dell'euro, profferirono un "chiaro no!" a forme di debito comune.¹⁶ L'Italia e la Spagna furono invitate a chiedere finanziamenti al Mes. Il rapido deteriorarsi della situazione generò tuttavia forti preoccupazioni circa una possibile rottura dell'eurozona e del mercato comune. I sondaggi italiani, discussi anche sui media tedeschi, segnalavano un massiccio aumento dell'euroscetticismo in un paese già diventato il paese più euroscettico d'Europa (dopo Cipro) (Baccaro et al. 2021b). Un giornale economico come l'*Handelsblatt* avvertiva: "L'Italia e la Spagna potrebbero presto perdere la fiducia dei mercati finanziari e diventare bersaglio di attacchi speculativi - e questo metterebbe a rischio anche l'euro stesso ... Un ritorno al marco tedesco sarebbe un disastro per l'industria tedesca delle esportazioni".¹⁷

Agli inizi di maggio la Corte costituzionale tedesca dichiarò incostituzionali alcune parti del programma PSPP della BCE mettendo a repentaglio anche il PEPP. Private dell'ombrello del PEPP alla vigilia di una recessione che già si annunciava molto profonda, Italia e Spagna avrebbero davvero rischiato di perdere l'accesso al mercato finanziario. Il rischio che ci fosse una "seconda Brexit" se non si fosse intervenuto con decisione era reale. Così, solo due settimane dopo la sentenza della Corte Costituzionale, il governo tedesco abbandonò la sua tradizionale ostilità nei confronti del debito comune e si unì al governo francese nel promuovere un "Pandemic Recovery Fund", il precursore del Next Generation EU. Tuttavia, il programma rimane una misura eccezionale e limitata nel tempo.

¹⁵ "Merkel zur Schuldenpolitik: 'Keine Euro-Bonds, solange ich lebe'", *Der Spiegel*, 26 June 2012.

¹⁶ "Corona-Krise; Riesenstreit um's EU-Geld", *Bild*, 9 April 2020.

¹⁷ "Gemeinsame Haftung für Staatsschulden: Brauchen wir Euro-Bonds?", *Handelsblatt*, 24 March 2020.

L'introduzione del NextGenEU non implica un cambiamento sostanziale di vedute, ma mette in chiaro che i decisori pubblici tedeschi sono in grado di cambiare direzione molto rapidamente quando sono a rischio quelli che considerano gli interessi fondamentali del Paese. Messi di fronte ad una minaccia potenzialmente letale per l'euro e l'integrità del mercato comune, pilastri essenziali del modello di crescita tedesco (Baccaro e Höpner 2022), fanno "tutto quello che è necessario" (*whatever it takes!*) per allontanare la minaccia, ma nulla di più.

Considerazioni conclusive

Il problema del debito pubblico italiano deriva essenzialmente da un tasso di crescita inferiore alla media dei paesi avanzati e da un tasso d'interesse superiore. Questa situazione genera una tendenza del debito ad aumentare in maniera inerziale, e il surplus primario, che pure negli ultimi vent'anni è stato di dimensioni non trascurabili, è insufficiente ad arrestare questa tendenza e meno ancora ad invertirla.

Il ritorno alle regole fiscali europee esistenti imporrebbe all'economia italiana uno sforzo di aggiustamento troppo gravoso e probabilmente controproducente. Le varie proposte di riforma attualmente in discussione vanno valutate alla luce dell'interesse nazionale italiano che è quello di: 1) aumentare il tasso di crescita; 2) mantenere il tasso d'interesse sul debito al di sotto del tasso di crescita; 3) ridurre l'entità dell'aggiustamento fiscale necessario o allungarne i tempi.

La proposta d'introdurre una *golden rule* che escluda gli investimenti o la "spesa per il futuro" dal computo della regola operativa (spesa o deficit) è senz'altro positiva poiché incoraggia gli investimenti pubblici che sono calati notevolmente dopo la crisi finanziaria e promette di rilanciare la crescita. La regola della spesa, da più parti invocata, contribuisce a semplificare e rendere più trasparente il quadro di regole. Di per sé, tuttavia, tende a generare avanzi primari molto consistenti che potrebbero non essere sostenibili economicamente e politicamente, e se introdotta dovrebbe essere accompagnata da un tetto massimo all'avanzo primario esigibile.

L'innalzamento del livello massimo di debito da 60% del PIL a 90-100% contribuisce a ridurre l'aggiustamento necessario e se accompagnato da un'estensione temporale del processo di rientro del debito verso il valore obiettivo, a diluirlo nel tempo. La proposta di un'agenzia europea del debito che assorba il debito accumulato per rispondere alla pandemia (19% del PIL nel caso italiano) è senz'altro importante per il processo d'integrazione europea, ma ha effetti molto limitati per la riduzione del costo del servizio del debito. L'obiettivo della proposta sembra essere quello di facilitare la normalizzazione della politica monetaria della BCE, che comunque ha altri strumenti a sua disposizione. È inoltre una proposta dibattuta più in Italia che altrove (almeno a mia conoscenza). Dunque, se il capitale politico è limitato, è preferibile puntare su altre carte. Proposte radicali come quella di disfarsi delle "regole" fiscali e di sostituirle con "standard", principi di ordine generale che vengono interpretati e applicati da un'istituzione tecnica indipendente, hanno scarsa probabilità di essere adottate, considerata l'espressa contrarietà tedesca verso misure che stravolgano il Patto di Stabilità e Crescita come attualmente formulato.

Il dibattito in corso in Germania, in particolare le proposte formulate da una parte del *Sachverständigenrat*, il Consiglio degli Esperti Economici, conduce ad essere moderatamente ottimisti sul fatto che gli interessi italiani e tedeschi possano convergere su un pacchetto di riforme che includa la *golden rule* per gli investimenti, l'innalzamento del livello massimo di debito e l'allungamento del processo di rientro verso il valore di riferimento. Naturalmente questo non è scontato. La *golden rule* non incontra il favore di tutti nel dibattito tedesco, forse neanche della

maggioranza, poiché è percepita come un pozzo senza fondo attraverso cui potrebbe passare ogni tipo di spesa. La *golden rule* risulterebbe più credibile per gli osservatori tedeschi se fosse presentata non come un'eccezione generale ed automatica, ma come richiesta di eccezione per alcune spese d'investimento che viene valutata ed eventualmente autorizzata dalla Commissione e successivamente monitorata nei risultati, in maniera simile a quanto previsto per il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

In ogni caso, il NextGenEU, un programma comune d'investimenti con chiari (seppur limitati) effetti di redistribuzione tra paesi, finanziato da debito comune, ha mostrato che i decisori pubblici tedeschi possono adottare politiche da loro avversate in passato se l'interesse nazionale è in gioco. Quindi l'adesione tedesca a progetti di riforma è tanto più probabile quanto maggiore sarà la loro percezione che senza la riforma il mercato unico e l'euro sono a rischio.

Referenze bibliografiche

- Amato, Massimo, Carlo Favero, and Francesco Saraceno. 2021. "Debito dell'Eurozona: collaborare senza mutualizzare è possibile." *LaVoce.info* 3 aprile.
<https://www.lavoce.info/archives/92980/debito-pubblico-delleurozona-collaborare-senza-mutualizzare-e-possibile/>.
- Arachi, Giampaolo, and Massimo D'Antoni. 2022 (in corso di pubblicazione). *Scienza delle finanze*. Bologna: Il Mulino.
- Avgouleas, Emiliios, and Stefano Micossi. 2021. "On selling sovereigns held by the ECB to the ESM: Institutional and economic policy implications." *CEPS Policy Insights* No PI2021-04 (March).
- Baccaro, Lucio, Björn Bremer, and Erik Neimanns. 2021a. *Getting Closer by Moving Apart? Strategic Interdependence and Preferences for Debt Mutualization in the Eurozone*. Working paper.
- Baccaro, Lucio, Björn Bremer, and Erik Neimanns. 2021b. "Till austerity do us part? A survey experiment on support for the euro in Italy." *European Union Politics* 22 (3): 401-23.
doi:10.1177/14651165211004772.
- Baccaro, Lucio, and Martin Höpner. 2022. "The Political-Economic Foundations of Export-Led Growth: An Analysis of the German Case." In *Diminishing Returns: The New Politics of Growth and Stagnation*, edited by Lucio Baccaro, Mark Blyth and Jonas Pontusson, Forthcoming Oxford University Press.
- Blanchard, Olivier, Alvaro Leandro, and Jeromin Zettelmeyer. 2021. "Redesigning EU fiscal rules: from rules to standards." *Economic Policy* 36 (106): 195-236. doi:10.1093/epolic/eiab003.
- Blanchard, Olivier, and Daniel Leigh. 2013. "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers." *IMF Working Paper WP/13/1*.
- Cottarelli, Carlo. 2020. "The ECB can ease Italian debt worries without risking inflation." *Financial Times* (May 4). <https://www.ft.com/content/f0c80837-0580-4e07-a83e-1bce3e0286c1>.
- De Grauwe, Paul. 2013. "The Political Economy of the Euro." *Annual Review of Political Science* 16 (1): 153-70. doi:10.1146/annurev-polisci-060911-085923.
- Degner, Hanno, and Dirk Leuffen. 2020. "Crises and Responsiveness: Analysing German Preference Formation During the Eurozone Crisis." *Political Studies Review* 18 (4): 491-506.
doi:10.1177/1478929919864902.
- Dullien, Sebastian, Christoph Paetz, René Repasi, Andrew Watt, and Sebastian Watzka. 2022. "Between High Ambition and Pragmatism: Proposals for a Reform of Fiscal Rules without Treaty Change." *Hans-Böckler-Stiftung* 77 (February).
- Dullien, Sebastian, Christoph Paetz, Andrew Watt, and Sebastian Watzka. 2020. "Proposals for a reform of the EU's fiscal rules and economic governance." *IMK Report* 159e (2020).
- ESM. 2021. "EU fiscal rules: reform considerations." *Discussion Paper Series* 17.
- European Commission. 2019. "Vade Mecum on the Stability & Growth Pact: 2019 Edition." *European Economy, Institutional Paper* 101 (April).
- European Fiscal Board. 2020a. *Annual Report*. Brussels: European Commission.
- European Fiscal Board. 2020b. "Reforming the EU fiscal framework: Now is the time." *VoxEU.org*.
<https://voxeu.org/article/reforming-eu-fiscal-framework-now-time>.
- Fatás, Antonio, and Lawrence H. Summers. 2018. "The permanent effects of fiscal consolidations." *Journal of International Economics* 112, published online 2018/05/01/: 238-50.
doi:<https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.11.007>.
- Giavazzi, Francesco, Veronica Guerrieri, Guido Lorenzoni, and Charles-Henri Weymuller. 2021. "Revising the European Fiscal Framework." *Working Paper* December 23.
https://www.governo.it/sites/governo.it/files/documenti/documenti/Notizie-allegati/Reform_SGP.pdf.
- GRÜNEN/FDP, SPD/DIE. 2021. *Mehr Fortschritt wagen: Bündnis für Freiheit, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit*.

- https://www.spd.de/fileadmin/Dokumente/Koalitionsvertrag/Koalitionsvertrag_2021-2025.pdf.
- Heimberger, Philipp, and Jakob Kapeller. 2017. "The performativity of potential output: procyclicality and path dependency in coordinating European fiscal policies." *Review of International Political Economy* 24 (5), published online 2017/09/03: 904-28. doi:10.1080/09692290.2017.1363797.
- Höpner, Martin. 2021. "Proportionality and Karlsruhe's Ultra Vires Verdict: Ways Out of Constitutional Pluralism?" *MPIfG Discussion Paper* 21/1.
- Howarth, David, and Joachim Schild. 2021. "Nein to 'Transfer Union': the German brake on the construction of a European Union fiscal capacity." *Journal of European Integration* 43 (2), published online 2021/02/17: 209-26. doi:10.1080/07036337.2021.1877690.
- Hübscher, Evelyne, Thomas Sattler, and Markus Wagner. 2020. "Voter Responses to Fiscal Austerity." *British Journal of Political Science* 51 (4): 1751-60. doi:10.1017/S0007123420000320.
- Klaus-Jürgen Gern, Stefan Kooths, and Ulrich Stolzenburg. 2020. "When and How to Deactivate the SGP General Escape Clause?" *European Parliament, Economic Governance Support Unit (EGOV)* (December).
- Maduro, Miguel, Philippe Martin, Jean-Claude Piris, Jean Pisani-Ferry, Lucrezia Reichlin, Armin Steinbach, and Beatrice Weder di Mauro. 2021. "Revisiting the EU framework: Economic necessities and legal options." *Center for Economic Policy Research CEPR Policy Insight* (114).
- Martin, Philippe, and Xavier Ragot. 2021. "When and how to deactivate the SGP general escape clause?" *European Parliament, Economic Governance Support Unit (EGOV)* (January).
- Sachverständigenrates. 2021. *Jahresgutachten*. Wiesbaden: Statistisches Bundesamt.
- Truger, Achim. 2016. "The golden rule of public investment - a necessary and sufficient reform of the EU fiscal framework? ." *IMK Working Paper* 168.