

Allianz Research

Regole di bilancio dell'UE – quo vadis?

Avanti a pieno regime per una norma semplificata sulle spese

4 Novembre 2022



Andreas (Andy) Jobst
Head of Macroeconomic &
Capital Markets Research
andreas.jobst@allianz.com

Maddalena Martini
Economist for Italy
and Greece
maddalena.martini@allianz.com

Katharina Utermöhl
Senior Economist for
Europe
katharina.uterhoehl@allianz.com

EXECUTIVE SUMMARY

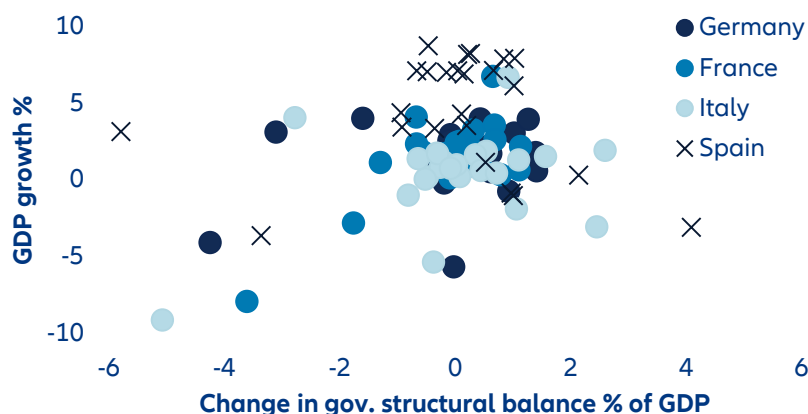
- **Nei prossimi giorni, la Commissione europea dovrebbe proporre la revisione più ambiziosa del quadro fiscale dell'UE in oltre due decenni. Dato il rapido aumento del rapporto debito/PIL durante la pandemia e le attuali crisi energetiche, l'applicazione delle norme attuali, attualmente sospese, richiederebbe aggiustamenti di bilancio irrealisticamente ampi – e controproducenti – da parte di alcuni paesi ad alto debito.** I punti chiave che devono essere affrontati comprendono la prociclicità e la complessità del quadro di bilancio dell'UE, nonché la sua mancanza di trasparenza, la sua incapacità di distinguere tra spesa pubblica a favore della crescita e altre e un'applicazione poco brillante. Mentre le regole generali sul bilancio e sul debito (3% del rapporto deficit/PIL e 60% del rapporto debito/PIL) dovrebbero rimanere invariate – non da ultimo per evitare modifiche ai trattati dispendiose in termini di tempo e politicamente critiche – sembra esserci una preferenza generale per i percorsi di spesa netta pluriennale specifici per paese con flessibilità integrata per i paesi che investono in settori prioritari (in cambio di una supervisione più rigorosa e di un'applicazione più rigorosa). È probabile che anche la riduzione del numero di obiettivi operativi multipli e potenzialmente conflittuali migliori la trasparenza e la conformità..
- **I risultati della nostra simulazione suggeriscono che una regola di spesa semplificata può ridurre significativamente la prociclicità delle attuali regole di bilancio, guidando nel contempo una politica di bilancio favorevole alla crescita verso un percorso del debito credibile.** Una regola pragmatica di crescita della spesa, se combinata con un meccanismo di freno all'indebitamento, può fornire maggiore flessibilità alle circostanze specifiche del paese, compresa una finestra temporale più lunga per l'aggiustamento fiscale. Riteniamo che la maggior parte dei paesi sarebbe in grado di ridurre il rapporto debito/PIL di almeno 10 punti percentuali nei prossimi 10 anni, ma solo la Germania nel nostro campione sarà in grado di raggiungere la soglia critica per un rapporto debito/PIL del 60%. Ampii shock dei tassi di interesse rallenterebbero il ritmo del consolidamento del debito, soprattutto per la Francia e, in misura minore, per l'Italia e la Spagna, ma meno che al di sotto di un obiettivo di disavanzo strutturale che disciplina l'orientamento della politica di bilancio. Inoltre, una regola di spesa può aumentare significativamente la crescita reale fino a 0,2 punti percentuali in media nelle maggiori economie dell'Eurozona e fino a 0,6 punti percentuali per Grecia e Portogallo (rispetto alle regole alternative). Al contrario, il rispetto di una regola di saldo strutturale comporterebbe un elevato grado di incertezza sul consolidamento del debito a lungo termine, soprattutto durante i periodi di elevata volatilità dei tassi di interesse.

- **La riforma delle regole di bilancio dovrebbe idealmente essere integrata da una capacità fiscale centralizzata permanente per la stabilizzazione e gli investimenti.** Dati gli elevati livelli di debito nella maggior parte dei paesi dell'Eurozona, le pressioni strutturali limiteranno lo spazio fiscale a livello nazionale, soprattutto nelle economie più vulnerabili. Poiché gli attuali piani di investimento a livello nazionale sembrano ancora essere inferiori alle effettive esigenze di investimento, la creazione di una capacità di bilancio centrale potrebbe essere un'alternativa praticabile i) fornendo incentivi per il rispetto delle norme di bilancio se l'accesso è subordinato alla conformità, ii) stimolando gli investimenti pubblici nell'UE e iii) rafforzando la resilienza dell'Eurozona..

Un'urgente necessità di riforme

Vi è un ampio riconoscimento della necessità di riformare il quadro di bilancio dell'UE. Mentre la politica monetaria nell'Eurozona è completamente centralizzata, l'autorità fiscale spetta principalmente ai governi nazionali. Pertanto, l'UE ha adottato norme di bilancio ai sensi del trattato di Maastricht nel 1992 per coordinare la politica di bilancio tra gli Stati membri al fine di garantire finanze pubbliche sane e, a sua volta, salvaguardare la sostenibilità di bilancio all'interno dell'unione monetaria. Tuttavia, l'aumento del debito pubblico dal 2007 in un contesto di significativa eterogeneità tra paesi suggerisce che le attuali regole di bilancio non sono più adatte allo scopo e devono essere riformate. Il quadro attuale comporta una serie complessa di vincoli, che complicano un monitoraggio efficace e la comunicazione pubblica e creano rischi di incoerenza e sovrapposizione tra le diverse parti del sistema. Di conseguenza, molti paesi ad alto debito non sono riusciti a ridurre il loro rapporto debito/PIL negli anni precedenti la pandemia, nonostante una crescita relativamente robusta.

Figura 1: Natura prociclica delle regole di bilancio dell'UE (%)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

I principali punti di critica si concentrano sui seguenti aspetti:

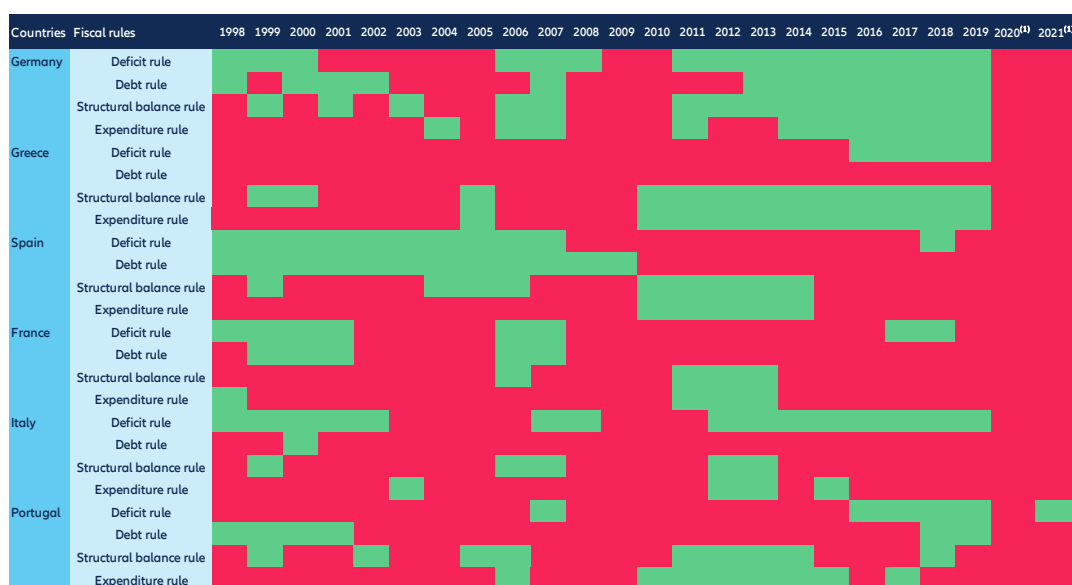
- *Prociclicità*—La politica di bilancio degli Stati membri si è dimostrata troppo prociclica nel corso degli anni (figura 1), senza alcun impatto disciplinare durante i periodi di congiuntura favorevole (ossia con riserve insufficienti accumulate), costringendo al contempo il risanamento di bilancio durante i periodi di congiuntura negativa.
- *Impatto sulla crescita*— Le norme attuali non riescono a distinguere tra spesa pubblica che favorisce la crescita e altre spese pubbliche. Di conseguenza, gli investimenti pubblici sono stati una vittima chiave del risanamento di bilancio all'indomani della crisi del debito

dell'Eurozona, con conseguenze negative per la crescita e, a sua volta, per le prospettive di sostenibilità fiscale.

- *Trasparenza*—Le successive modifiche apportate al quadro di bilancio nel corso del suo ciclo di vita (cfr. riquadro 1 in allegato per una panoramica dettagliata) ne hanno aumentato la complessità riducendo al contempo la trasparenza, in particolare quando il saldo strutturale di bilancio è diventato un indicatore chiave. La mancanza di trasparenza ha portato a un crescente scetticismo sulle regole di bilancio dell'UE e ne ha danneggiato la credibilità.
- *Conformità e applicazione delle norme* — La complessità del quadro di bilancio ha portato a una conformità irregolare e ha portato sia a violazioni involontarie che allo sfruttamento di scappatoie, nonché a un'applicazione sempre più discrezionale (tabella 1). Nel corso degli anni, sempre più paesi hanno iniziato a infrangere le regole senza affrontare sanzioni, il che a sua volta ha ridotto la pressione dei competitor e danneggiato la credibilità (Figure 2-3).

La Commissione europea proporrà presto una revisione significativa delle regole fiscali, che dovrebbe riflettere il filo conduttore di un recente sciame di proposte da parte di istituzioni ed economisti. Tuttavia, gli ostacoli politici e giuridici possono consentire solo modifiche limitate. Sarebbe ideale riformare il quadro prima della disattivazione della clausola di salvaguardia generale, prevista per il 2024. Dopotutto, secondo le attuali regole fiscali, l'esplosione del rapporto debito/PIL a seguito del doppio smacco del Covid-19 e degli shock energetici richiederebbe aggiustamenti fiscali irrealisticamente ampi – e controproducenti – da parte di alcuni paesi ad alto debito. Tuttavia, anche se i paesi dell'UE concordassero rapidamente le principali caratteristiche delle riforme nel 2023, il processo di attuazione richiederebbe tempo, soprattutto se fossero necessarie modifiche legislative. Pertanto, l'attuale preferenza della Commissione europea sembra essere per modifiche limitate.

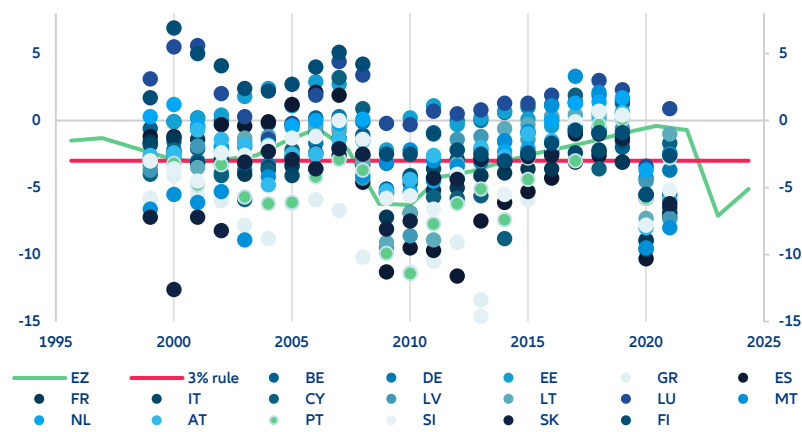
Tabella 1: monitoraggio della conformità alle norme di bilancio dell'UE



Fonti: Commissione europea, Comitato consultivo europeo per le finanze pubbliche, Allianz Research.
 Nota: 1/ Nel 2020 è stata attivata la clausola di salvaguardia generale in considerazione della grave recessione economica; consente flessibilità nella definizione dell'aggiustamento di bilancio necessario fintanto che il debito rimane sostenibile nel medio termine.

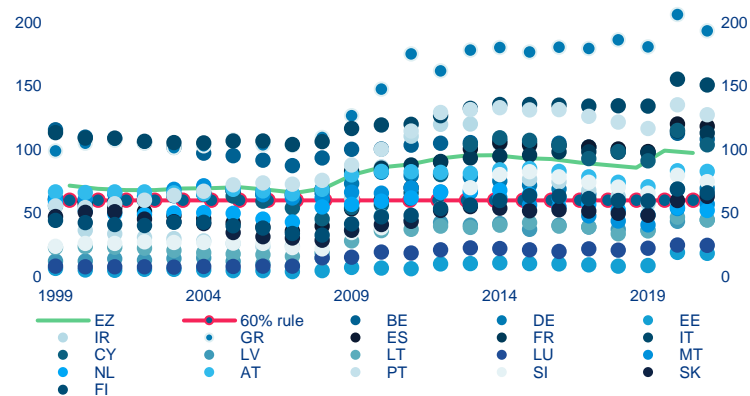
Il 9 novembre, è probabile che la Commissione europea illustri emendamenti che mirano a una maggiore flessibilità, pur mantenendo la regola del disavanzo del 3% del PIL e il rapporto debito/PIL del 60% come ancoraggio del debito a lungo termine, non da ultimo per evitare modifiche dispendiose in termini di tempo e politicamente cariche al trattato UE. Nell'ottica di una maggiore trasparenza e in linea con le recenti proposte (vedi allegato), si prevede che la Commissione UE abbandoni la regola del saldo strutturale come obiettivo di medio termine. Invece, insieme all'UE, gli Stati membri concorderanno piani pluriennali e specifici per Paese per tenere sotto controllo i livelli di debito, con un percorso di spesa netta coerente con livelli di debito prudenti. Si prevede inoltre che la Commissione UE presti maggiore attenzione alla qualità della spesa pubblica attraverso un trattamento preferenziale della spesa per investimenti pubblici. Dopo tutto, la crisi energetica ha evidenziato l'urgenza della sicurezza energetica e la necessità di accelerare la transizione verde, che richiederà massicci investimenti pubblici nei prossimi anni. Piuttosto che optare per una vera e propria "regola d'oro", potrebbe essere concessa flessibilità sul ritmo/orizzonte di consolidamento se gli Stati membri investiranno in aree prioritarie come la transizione verde. In cambio, Bruxelles chiederà probabilmente una supervisione più rigorosa e una maggiore applicazione delle regole. Le multe potrebbero essere ridotte dall'attuale 0,2% del PIL a livelli più realistici e politicamente fattibili.

Figura 2: Bilanci fiscali degli Stati membri dell'UE (% PIL)



Fonte: Eurostat, Allianz Research

Figura 3: Debito pubblico degli Stati membri dell'UE (% PIL)



Fonte: Eurostat, Allianz Research

Simulazione delle regole fiscali dell'UE e probabili modifiche

Simuliamo i percorsi del debito nell'ambito di diverse regole di bilancio per valutare la fattibilità di potenziali modifiche all'attuale quadro di bilancio, in linea con l'attesa proposta della Commissione europea. Ci concentriamo su una norma semplificata sulla spesa (insieme alla correzione endogenizzata del debito), che è stata al centro dell'attuale discussione (allegato 1). Esaminiamo anche le implicazioni dell'obiettivo di saldo strutturale per la convalida incrociata. Anche se le due regole sono interdipendenti, le modelliamo separatamente per valutarne gli impatti individuali. Partiamo dal presupposto che la regola del disavanzo di bilancio del 3% del PIL e la regola del debito del 60% del PIL rimangano invariate. Nella nostra simulazione, proiettiamo il saldo di bilancio annuale, il rapporto debito/PIL, la crescita reale e l'output gap per sei economie dell'Eurozona (Germania, Francia, Italia, Spagna, Portogallo e Grecia) su un orizzonte di 20 anni. La simulazione è subordinata alle proiezioni di bilancio della Corte per il 2023, con l'output gap ridotto a zero all'inizio della simulazione, sulla base delle elasticità di bilancio storiche e dei moltiplicatori di bilancio uniformi (allegato 2, tabella A2). Un grande avvertimento qui, ovviamente, è che l'esercizio non rileva rotture strutturali.

Riteniamo che, anche con modifiche limitate alle attuali regole di bilancio, i paesi possano stabilizzare i loro livelli di debito rispetto al PIL nel medio termine, ma solo se i tassi reali rimangono sostanzialmente invariati (allegato 2, figure A2-A19). Una regola di spesa semplificata aiuta i paesi a mantenere un certo margine di bilancio senza limitare gli sforzi di consolidamento del debito. Riteniamo che la maggior parte dei paesi possa anche ridurre il rapporto debito/PIL di almeno 10 punti percentuali fino alla fine del decennio, supponendo che i tassi di interesse effettivi reali rimangano ai livelli attuali. In effetti, tassi di interesse effettivi reali più elevati rallenterebbero significativamente il ritmo di consolidamento del debito. Basterebbe uno shock positivo relativamente piccolo sui tassi di interesse reali (di circa 0,5 punti percentuali) per sfidare la stabilizzazione del debito nei prossimi anni. Inoltre, nessun paese del nostro campione (a parte la Germania) sarà in grado di raggiungere la soglia critica per un rapporto debito/PIL del 60%.

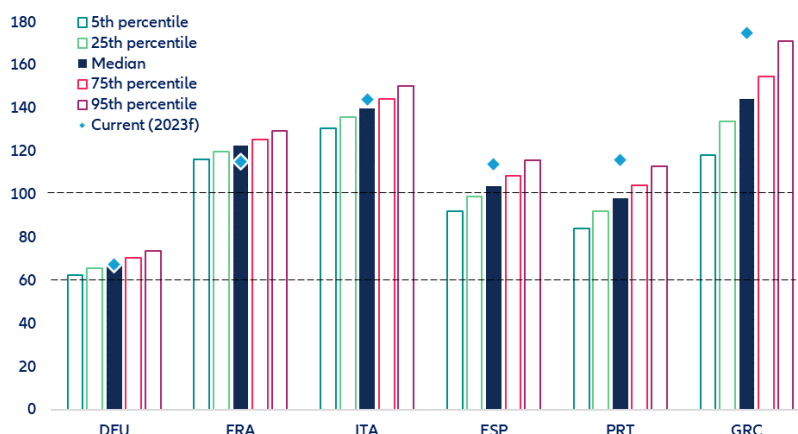
Tabella 2: Panoramica delle attuali regole di bilancio dell'UE e delle potenziali riforme esaminate nell'analisi empirica

Current EU fiscal rules	Empirical Analysis
Flow-based measures	
Budget deficit <i>not higher than 3% of nominal GDP</i>	
Expenditure growth <i>up to 10-year average potential growth</i>	Expenditure growth <i>simplified and application of debt brake, which limits expenditure growth to 50%/25% of potential growth (plus inflation) if debt-to-GDP ratio is higher than 60%/100%</i>
Structural deficit <i>not higher than 0.5% of GDP over a three-year period for countries with debt-to-GDP ratio of <60%, otherwise 1.0%</i>	Structural deficit <i>modified to annual target</i>
Stock-based measures	
Debt level <i>debt-to-GDP not higher than 60%</i>	
Debt-correction factor <i>countries with debt-to-GDP ratio >60% need to reduce excess debt by at least 1/20th each year</i>	Debt-correction factor <i>Incorporated in expenditure growth rule by way of the debt brake to reduce excess debt over time (endogenized)</i>

Fonti: Commissione europea, Allianz Research

Una regola semplificata della spesa (con un freno all'indebitamento) si traduce in una riduzione del debito più lenta ma più affidabile nel tempo rispetto a una regola del disavanzo strutturale. La maggior parte dei paesi può ridurre i livelli di debito più rapidamente (rispetto al PIL) limitando i disavanzi strutturali (come obiettivo a medio termine) piuttosto che essere guidata esclusivamente dalla nostra regola semplificata della spesa come unico obiettivo operativo. Tuttavia, i risultati della nostra simulazione suggeriscono che tale risultato è altamente incerto.¹ Al contrario, la nostra regola semplificata sulla spesa con un freno all'indebitamento facilita un orientamento di bilancio più anticiclico e offre maggiore flessibilità per il consolidamento del debito nel tempo (poiché la correzione del debito ai sensi delle attuali norme di bilancio è endogenizzata). In effetti, il percorso del debito sotto la nostra regola di spesa semplice è abbastanza resistente all'inasprimento delle condizioni di finanziamento. Ad esempio, in risposta a un forte shock positivo dei tassi di interesse, una regola di saldo strutturale richiederebbe un orientamento di bilancio molto più restrittivo, con conseguente aumento del livello del debito (rispetto al PIL) se solo fosse stata in vigore una regola di spesa (figura 4). Troviamo anche che i disavanzi di bilancio continuano a migliorare gradualmente ma costantemente nel tempo (il che evita il rapido risanamento di bilancio nell'ambito di un obiettivo di deficit strutturale).

Figura 4. Rapporto debito/PIL medio previsto secondo la regola semplificata di crescita della spesa con variazione del tasso di interesse effettivo reale (%)



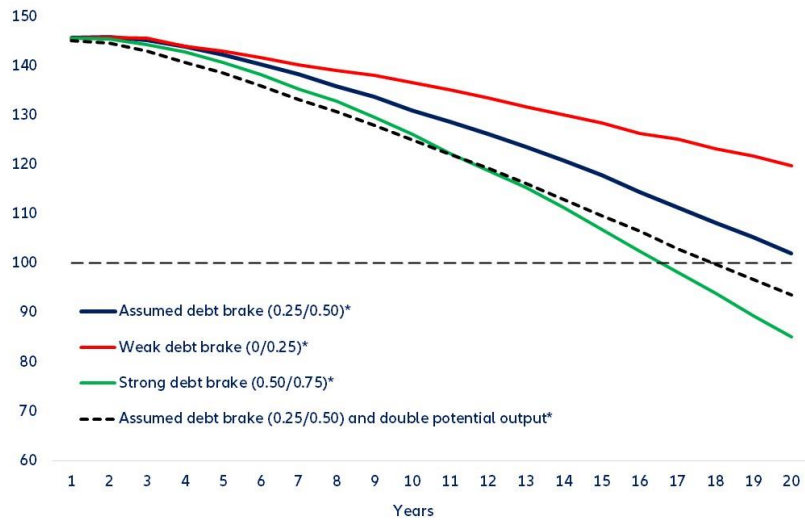
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: i dati mostrano i valori medi nei prossimi 10 anni in base a una regola semplificata di crescita della spesa con un freno all'indebitamento, che limita la nuova spesa per il prossimo ciclo di bilancio al 50% e al 25% della crescita potenziale (più l'inflazione) per i paesi con un rapporto debito/PIL superiore al 100% e al 60% del PIL, rispettivamente.

Anche la gestione del debito diventa più favorevole alla crescita in base alla regola della spesa, soprattutto in periodi di elevata volatilità dei tassi di interesse. I benefici reali in termini di crescita derivanti dall'applicazione di una regola di spesa semplificata (rispetto a un obiettivo di disavanzo strutturale) sono trascurabili quando il tasso di interesse effettivo reale rimane sostanzialmente stabile. Tuttavia, l'effetto anticiclico diventa maggiore man mano che il costo del finanziamento del governo diventa più incerto. Riteniamo che in caso di shock dei tassi di interesse di grandi dimensioni, la regola della crescita della spesa possa aumentare la crescita reale - senza rallentare significativamente il risanamento di bilancio - in media fino a 0,2 punti

¹ For instance, restricting budgets to a structural deficit of no more than -1.0% of GDP would lower the average debt-to-GDP ratio by about 5-10pp on average over the next 10 years.

percentuali nelle maggiori economie dell'Eurozona e fino a 0,6 punti percentuali per Grecia e Portogallo (rispetto all'alternativa di una regola di saldo strutturale che disciplini l'orientamento della politica di bilancio).

Figura 5. Italia: rapporto debito/PIL secondo la regola della crescita della spesa con freno all'indebitamento e prodotto potenziale variabili (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: i percorsi di indebitamento indicano la media a 10 anni dei valori medi dei risultati della simulazione; testiamo alternative al nostro freno all'indebitamento di base nella figura 5 per l'Italia ipotizzando (i) un "freno all'indebitamento più debole" che limiti la spesa al 25% della crescita potenziale (più l'inflazione) per i paesi con un rapporto debito/PIL di almeno il 100% e (ii) un "freno al debito più forte" che limiti la spesa al 50% e al 75% della crescita potenziale (più l'inflazione) per i paesi con un rapporto debito/PIL superiore al 60% e al 100% del PIL, rispettivamente.

L'aumento della crescita potenziale potrebbe facilitare la transizione verso regole di bilancio più flessibili senza compromettere la sostenibilità del debito (Figura 5). Nel caso dell'Italia, che rimane la grande economia più vulnerabile dell'Eurozona, la sostenibilità del debito nell'ambito di una regola di spesa semplificata potrebbe essere migliorata aumentando la crescita potenziale (grazie alle riforme strutturali e/o agli investimenti pubblici efficienti nelle infrastrutture). In effetti, una crescita potenziale più elevata offrirebbe praticamente gli stessi vantaggi in termini di sostenibilità del debito di rendere più rigoroso un potenziale freno all'indebitamento. Ad esempio, raddoppiare la produzione potenziale nel prossimo decennio si traduce in un percorso del debito simile a quello che l'Italia potrebbe ottenere limitando l'aumento annuale della spesa a solo il 25% della crescita potenziale (più l'inflazione) anziché al 50% (che viene utilizzato nelle nostre simulazioni di base per i paesi con rapporti debito/PIL pari o superiori al 100%). Per contro, la Corte rileva che l'adeguamento dei limiti al saldo strutturale (+/- 0,5 punti percentuali rispetto all'ipotesi di base di -0,5% del PIL) sembra avere scarsa incidenza sulla traiettoria complessiva del debito (allegato 2, figura A2).

Avanti a pieno regime per una norma semplificata sulle spese

Nel complesso, il passaggio a una regola semplificata di crescita della spesa non solo ridurrebbe la complessità delle attuali regole di bilancio, ma le renderebbe anche meno procicliche, guidando nel contempo la politica di bilancio verso un percorso credibile del debito. È probabile che anche la riduzione del numero di obiettivi operativi multipli e potenzialmente conflittuali migliori la trasparenza e la conformità. L'applicazione di un

meccanismo di freno all'indebitamento a tale norma può contribuire a integrare l'obbligo di correzione del debito fornendo maggiore flessibilità alle circostanze specifiche di ciascun paese. Ciò contribuirebbe a integrare meglio il quadro di bilancio europeo nelle pratiche di bilancio nazionali, in modo da aumentare la trasparenza e l'onestà della politica di bilancio e della comunicazione a livello nazionale e creare sostegno per politiche di bilancio responsabili. Al contrario, una regola sul deficit strutturale comporterebbe un elevato grado di incertezza sul consolidamento del debito, soprattutto in periodi di elevata volatilità dei tassi di interesse. Inoltre, il rispetto di un obiettivo di saldo strutturale è stato difficile in passato, non da ultimo per le difficoltà nel determinare l'output gap. Le significative distorsioni nei mercati del lavoro e dei prodotti nel contesto dell'attuale pandemia e della crisi energetica rendono queste preoccupazioni ancora più pressanti.

Mentre una regola di spesa con un'ancora del debito suggerisce un aggiustamento fiscale più lento per quasi tutti i paesi, contribuirebbe anche a stimolare la crescita reale. Una maggiore semplificazione (simile a quella da noi simulata) faciliterebbe l'attuazione e migliorerebbe il rispetto e l'applicazione delle regole in futuro. Per i Paesi con un rapporto debito/PIL inferiore al livello di riferimento, la spesa (al netto delle misure discrezionali sulle entrate) potrebbe essere indirizzata a crescere a un tasso coerente con la crescita del PIL nominale di lungo periodo. Per i Paesi con un rapporto debito/PIL superiore al livello di riferimento, la crescita annua della spesa consentita sarebbe inferiore, riducendo così il rapporto debito/PIL nel tempo verso il livello di riferimento. Il sistema terrebbe inoltre implicitamente conto delle diverse condizioni dei Paesi dell'UE, concedendo ai Paesi ad alto debito un periodo più lungo per raggiungere l'obiettivo comune del debito rispetto a quelli che iniziano con livelli di indebitamento più modesti e collegando la crescita della spesa ai tassi di crescita nominale di un Paese.

La riforma delle regole di bilancio sarebbe idealmente integrata da una capacità fiscale centralizzata permanente per la stabilizzazione e gli investimenti. Dati gli elevati livelli di debito nella maggior parte dei paesi dell'Eurozona, le pressioni strutturali a livello nazionale limiteranno lo spazio di bilancio, soprattutto nelle economie più vulnerabili. Alcuni commentatori sulla riforma delle regole fiscali dell'UE si sono espressi a favore di una spesa pubblica aggiuntiva volta a sostenere la transizione verde e più digitalizzata dell'Europa; tuttavia, è improbabile che questa "regola d'oro" sia sostenuta da tutti gli Stati membri (allegato 1). Gli attuali piani di investimento a livello nazionale sembrano ancora insufficienti rispetto alle effettive esigenze di investimento in infrastrutture rispettose del clima.² Pertanto, la creazione di una capacità fiscale centrale per la stabilizzazione macroeconomica e gli investimenti potrebbe essere una valida alternativa (i) fornendo incentivi per il rispetto delle regole di bilancio se l'accesso è subordinato alla conformità, (ii) stimolando gli investimenti pubblici nell'UE e (iii) rafforzando la resilienza dell'Eurozona. Ad esempio, una capacità permanente di stabilizzazione fiscale ospitata dal Meccanismo europeo di stabilità (Misch e Rey, 2022; Andritzky, 2018) potrebbe integrare l'attuale kit di strumenti di prestito del MES per fornire finanziamenti quando i paesi affrontano uno shock esterno, ma non richiedono un sostegno contro le carenze di coordinamento nei mercati finanziari che comporta un elevato grado di condizionalità ex ante. Analogamente, un fondo di investimento potenziato e rotativo gestito dalla Banca europea per gli investimenti (BEI) contribuirebbe ad accelerare i progressi verso gli obiettivi climatici comuni dell'UE, dato che i rendimenti degli investimenti potrebbero essere più elevati nei paesi con meno spazio fiscale.

² Soprattutto nel settore dell'elettricità e delle reti (in Europa si va dall'1,6% e 1,3% del PIL all'anno in Spagna e Francia, rispettivamente, allo 0,6% e 0,4% in Italia e Germania), dove il fabbisogno di investimenti è il più elevato..

RIQUADRO 1 Regole di bilancio dell'UE: situazione attuale

Il quadro di bilancio europeo ha subito diverse revisioni negli ultimi 30 anni (tabella A1). Il quadro attuale è stato definito con il Trattato di Maastricht nel 1992, che ha introdotto i valori di riferimento del 3% per il rapporto deficit/PIL e del 60% per il rapporto debito/PIL. Nel 1997, il Patto di Stabilità e Crescita (PSC) ha aggiunto il "braccio preventivo" (rinnovato nel 2005) come requisito per il quale i Paesi dovrebbero essere vicini al pareggio o in surplus nel medio termine per evitare politiche fiscali procicliche. Nel tentativo di cogliere meglio le tendenze fiscali sottostanti, agli Stati membri è stato poi richiesto di raggiungere un obiettivo di medio termine (OMT) basato sulla stima del saldo di bilancio strutturale (al netto delle componenti una tantum e cicliche), che ha offuscato la governance fiscale dell'UE. All'incirca al momento della crisi del debito dell'Eurozona, sono state introdotte le riforme "Six-Pack" (2011) e "Two-Pack" (2013) come vincoli aggiuntivi. Per i Paesi con un rapporto debito/PIL superiore al 60%, il "ritmo di convergenza" è stato reso operativo attraverso un fattore di correzione del debito (Tabella 1), che richiede una riduzione del debito in eccesso di 1/20 all'anno in media su un periodo di tre anni. Successivamente, al braccio preventivo del PSC è stata aggiunta la regola della spesa, che richiede che il tasso di crescita della spesa (al netto di interessi, componente ciclica e misure una tantum) non superi quello del PIL potenziale. Parallelamente, sono state rafforzate le misure valutative e correttive ed è stato istituzionalizzato il "semestre europeo" (l'obbligo di presentare i documenti programmatici di bilancio nazionali alla Commissione UE in autunno, prima di ottenere l'approvazione parlamentare).³

Tabella A1: Evoluzione del quadro di bilancio dell'UE

EU fiscal framework		
1992	Maastricht Treaty	<i>The treaty limits government deficits to 3% of GDP and public debt levels to 60% of GDP, or sufficiently diminishing towards and approaching that level at a satisfactory pace</i>
1997	Stability and Growth Pact	<i>EU Member States agree to strengthen the monitoring and coordination of national fiscal and economic policies to enforce the deficit and debt limits</i>
2005	Reform	<i>To better consider individual national circumstances (MTOs introduced) and to add more economic rationale to the rules</i>
2011	Six Pack	<i>To make rules more comprehensive and predictable. Expenditure benchmark in the preventive arm added and 1/20 debt reduction rule made operational in the corrective arm</i>
2013	Two Pack	<i>To reinforce economic coordination and introduce new monitoring tools</i>
	Fiscal Compact	<i>National provisions to target the budgetary objectives set by the SGP</i>
2015	Flexibility	<i>To strengthen the link between structural reforms, investment and fiscal responsibility in support of jobs and growth</i>
2020	Review	<i>EC launches a public consultation on ways to improve the framework for EU macroeconomic surveillance</i>
	Suspension	<i>Activation of the General Escape Clause (suspend the enforcement of the rules in exceptional times - Covid-19 + war in Ukraine)</i>
2022-H1 2023	Reform	<i>EC to table a proposal (simplification, stronger national ownership and better enforcement as key elements)</i>
2024	Reintroduction	<i>Enforcement of the SGP to resume</i>

Fonti: Commissione europea, Allianz Research. Nota: PSC=Patto di stabilità e crescita.

³ La sorveglianza e l'applicazione delle regole avviene attraverso la Procedura per i disavanzi eccessivi guidata dalla Commissione europea..

ALLEGATO 1 . Panoramica delle attuali proposte di riforma per il quadro di bilancio dell'UE

	Current	EU Commission (expected)	ESM (2021)	European Fiscal Board (2020)	IMF (2022)	Bruegel – Darvas (2020)	Giavazzi et al. (2021)	Blanchard et al. (2021)	Philippe Martin et al. (2021)
Flow	Deficit/GDP	3%	3%	-	3%	-	-	-	-
	Structural deficit	Country-specific MTO (-1% for debt ratio < 60%) --(-0.5%)	-	-	-	-	-	-	-
Stock	Expenditure rule benchmark	10yr average GDP potential growth	Expenditure ceilings that track trend growth	GDP potential growth plus ECB inflation target (2%)	multyear binding expenditure ceiling (4-5 years)-	GDP potential growth plus ECB inflation objective (2%)	No spending consistent with the 10yr debt reduction target	-	GDP potential growth plus inflation expectations
	Golden rule	No but flexible investment clause allows MTO deviation for investment that lifts debt sustainability	No but flexibility for countries with investment gap (EU certified)	Exclusion of some growth-enhancing expenditure prioritized at EU level	No	asymmetric golden rule (excludes net public inv. only in bad times) with the cost spread over the entire life	Investments with positive effect on potential growth and/or spending on EU public goods	no	no
Enforcement	Debt/GDP	60%	100%	60%	60%	Country-specific	60%	Country-specific based on stochastic DSA	Country-specific based on stochastic DSA
	Debt adjustment rule	For MS>60% 1/20th of excess debt reduced per year on a three-year average	Only for MS>100%, 1/20 th of excess debt	No explicit debt reduction rule, but country-specific 3-yr ahead adjustment speed	No, but medium-term overall fiscal balance anchor, more ambitious for countries with higher fiscal risks	country-specific	Double rate (1/20; 1/50)	Country-specific based on DSA balancing output cost with risks of delay	5-year ahead country specific debt target
Other	Time horizon	Up to 3 years	3yrs expenditure path, revised every year	3yrs	-	5/7yrs	10yrs (revised every 3yrs)	-	5 years
	General escape clause	Severe economic downturn & exceptional events	Serious economic circumstances & an investment gap justify deviations	severe econ. downturn, unusual events outside gov control & pension reforms.	Yes,	Yes, applied to each MS separately, based on EU Com recommendation	Yes, in case of excessive adjustment plus general escape clause	Yes, large adverse shocks	EZ-wide recession if MP not sufficient
Other	Sanctions/Incentives	EDP with financial sanctions	Disbursements of EU funds under specific conditions incentivize fiscal discipline	Access to central fiscal capacity /suspension of EU funds/financial fines	-	Access to funds of a central fiscal capacity or cheap ESM loans	n.a.	power to block/delay parliamentary budget approval	yes
	Treaty change	-	no	no	no	no	n.a.	yes	yes
	EU fiscal capacity	-	EU fiscal stabilization instrument	financed by own resources, spending on EU investments	EU fiscal capacity to improve macro stabilization & finance EU priorities	Central fiscal capacity	A common fund to acquire pandemic and crisis-related debt	Yes, under certain conditions	EU fiscal capacity to improve macro stabilization & finance EU priorities

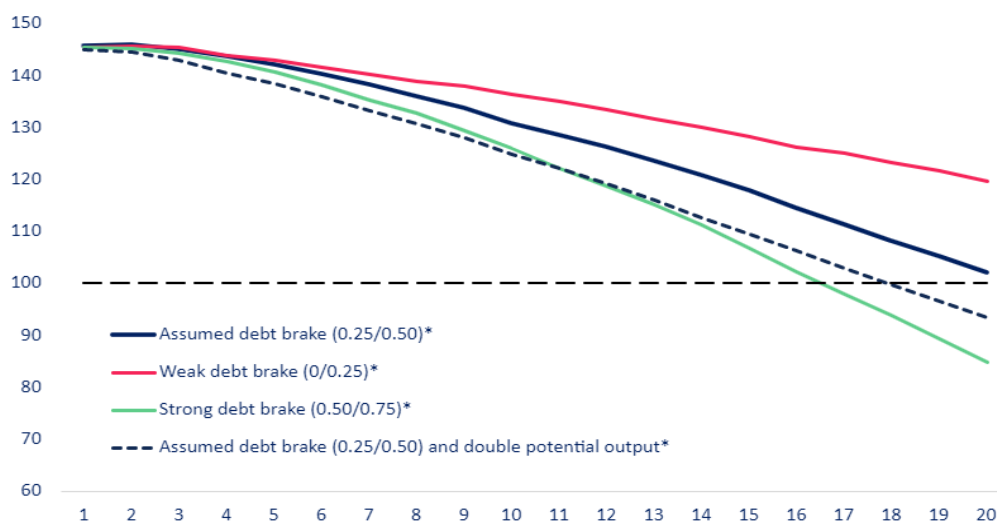
ALLEGATO 2 - Ipotesi e risultati per paese

Tabella A2: Ipotesi macroeconomiche per il 2023 utilizzate nella simulazione

Variable	Units	DEU	FRA	ITA	ESP	PRT	GRC
Macro variables							
Potential real GDP growth	%	0.75	0.9	0.6	1.3	1.6	1.5
Initial real GDP level	EUR bn	2951	2260	1622	1157	195	199
Inflation rate	%	6.2	4.3	5.2	5.7	4.3	6.7
Initial fiscal variables							
Initial revenue ratio	% GDP	47.8	52.8	48.3	43.7	43.2	49.4
Initial expenditure ratio	% GDP	51.5	59.2	55.5	49	45	56.9
Initial debt ratio	% GDP	68	115	144	114	116	175
Initial interest payment ratio	% GDP	0.8	1.9	4	2.6	2.6	2.7
Public investment	% GDP	2.6	3.7	2.9	2.7	2.5	3

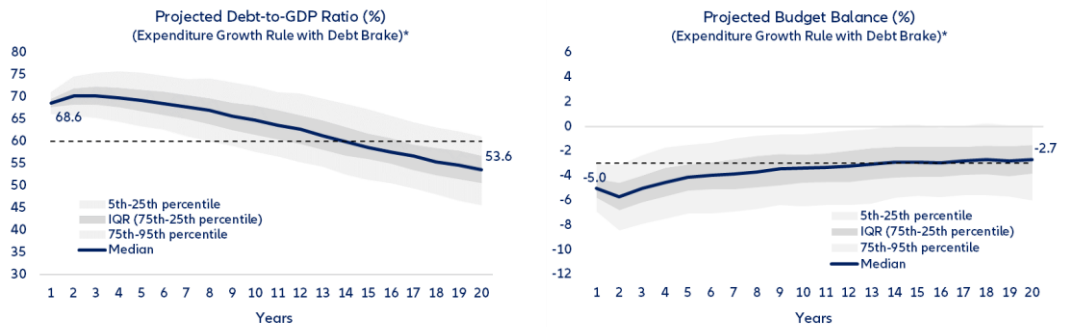
Fonti: Allianz Research

Figura A1: Italia: rapporto debito/PIL secondo la regola del saldo strutturale con obiettivi variabili (%)



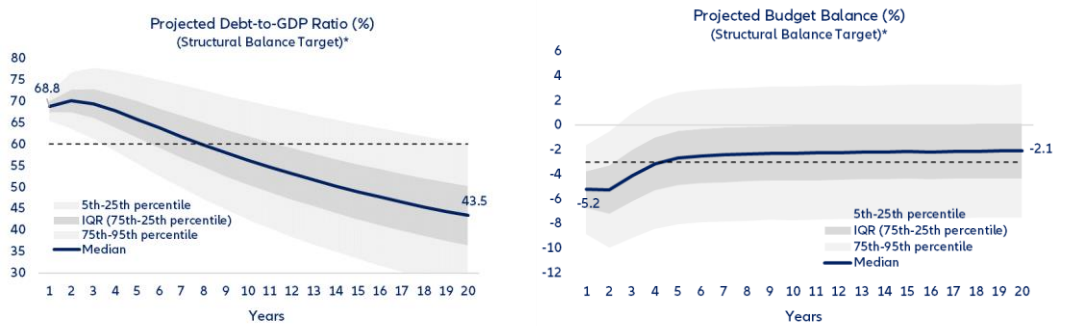
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: i percorsi di indebitamento indicano la media a 10 anni dei valori medi dei risultati della simulazione; testiamo alternative alla nostra ipotesi di base di un obiettivo di saldo strutturale di -0,5% del PIL tenendo conto di una deviazione +/- 0,5 punti percentuali.

Figura A2: Germania: regola di crescita della spesa con freno all'indebitamento □ rapporto debito/PIL previsto e saldo di bilancio (%)



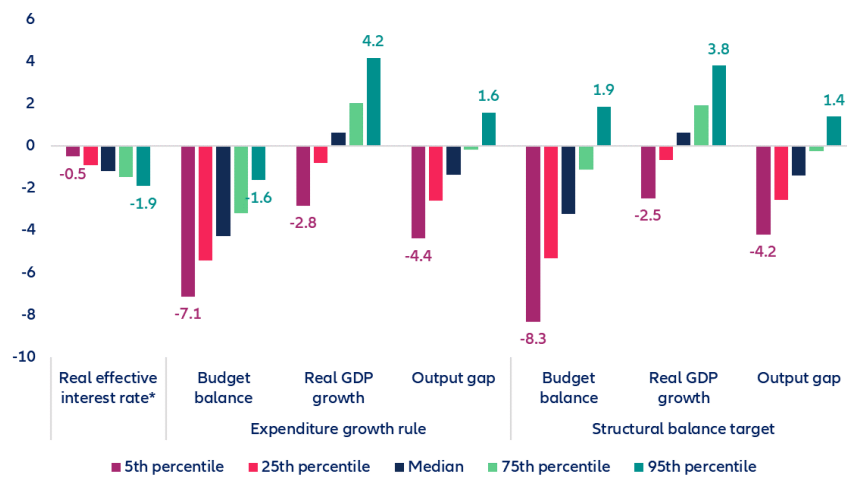
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A3: Germania: obiettivo di saldo strutturale, rapporto debito/PIL previsto e saldo di bilancio (%)



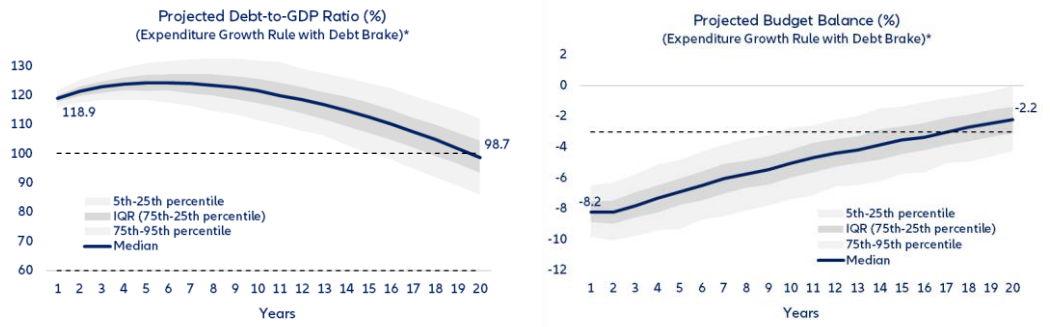
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A4: Germania: tasso di interesse effettivo reale previsto e indicatori macrofiscali chiave (media dei prossimi 10 anni, %)



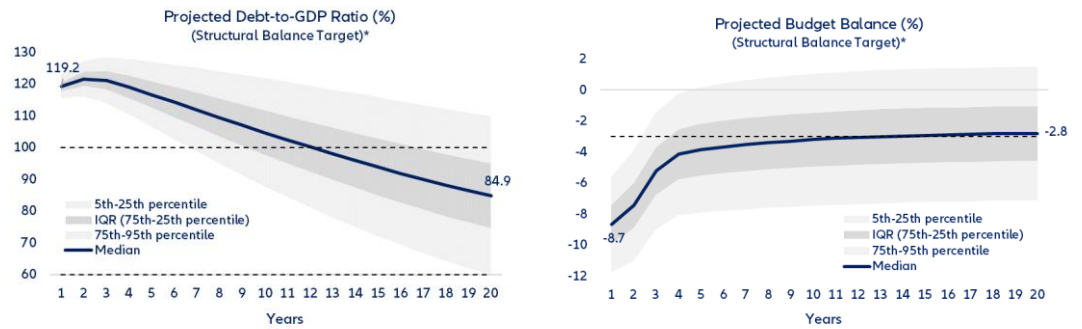
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A5: Francia: regola di crescita della spesa con freno all'indebitamento - rapporto debito / PIL previsto e saldo di bilancio (%)



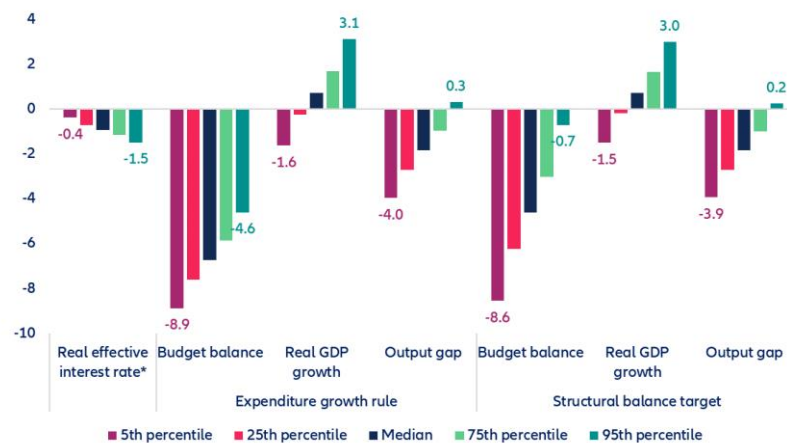
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A6: Francia: obiettivo di saldo strutturale - rapporto debito/PIL previsto e saldo di bilancio (%)



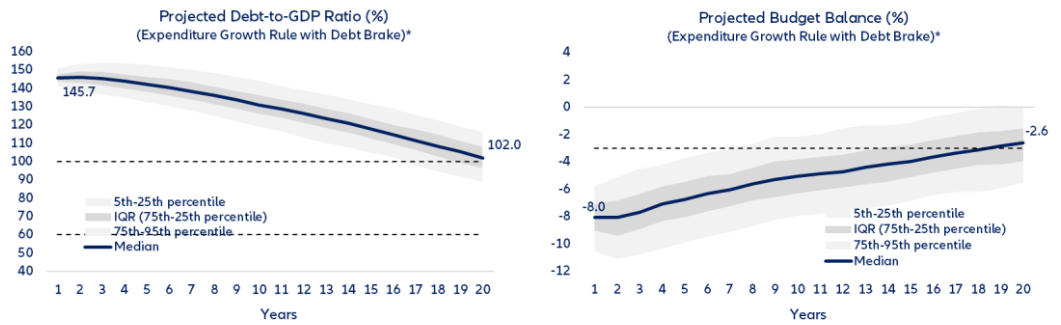
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A7: Francia: tasso di interesse effettivo reale previsto e principali indicatori macrofiscali (media dei prossimi 10 anni, %)



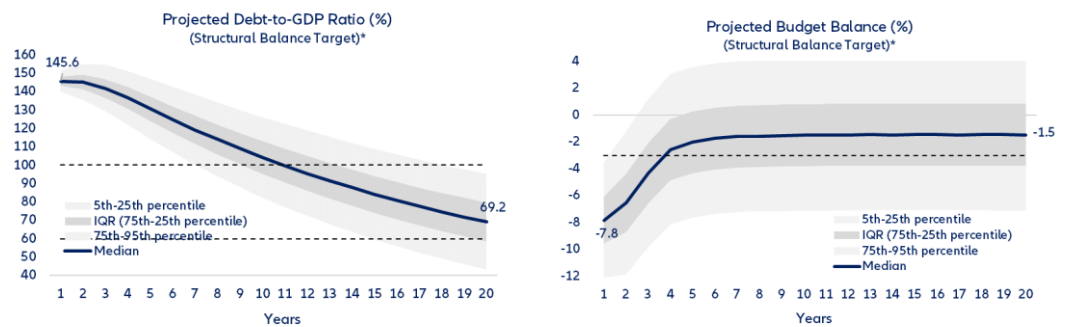
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A8: Italia: regola di crescita della spesa con freno all'indebitamento □ rapporto debito / PIL previsto e saldo di bilancio (%)



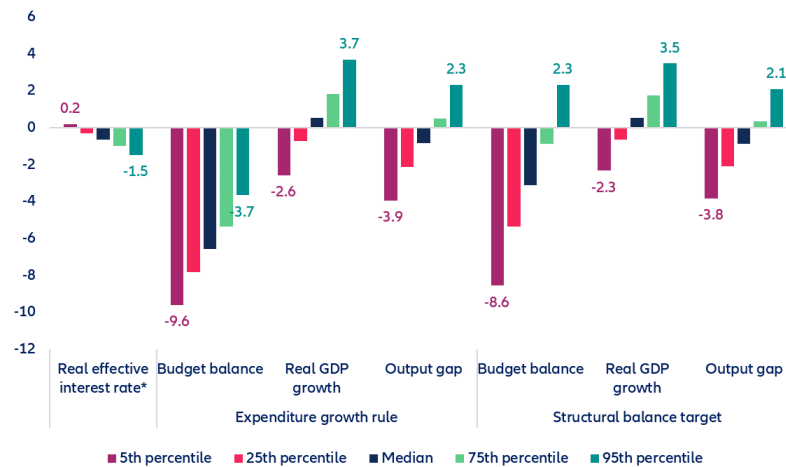
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A9: Italia: obiettivo di saldo strutturale □ rapporto debito / PIL e saldo di bilancio previsti (%)



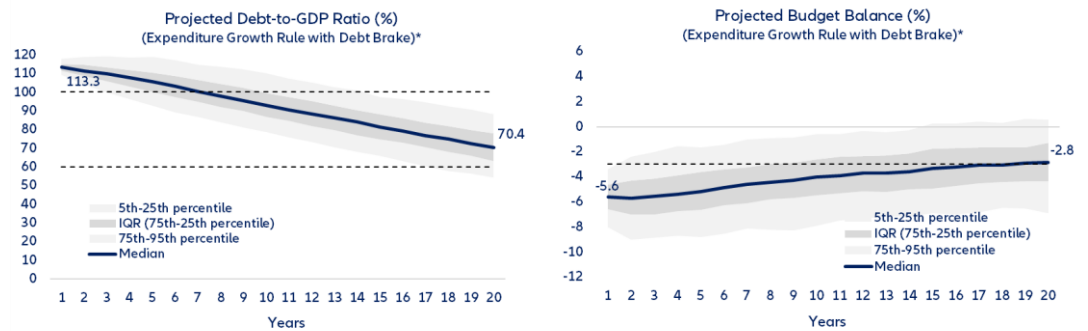
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A10: Italia: tasso di interesse effettivo reale previsto e principali indicatori macrofiscali (media dei prossimi 10 anni, %)



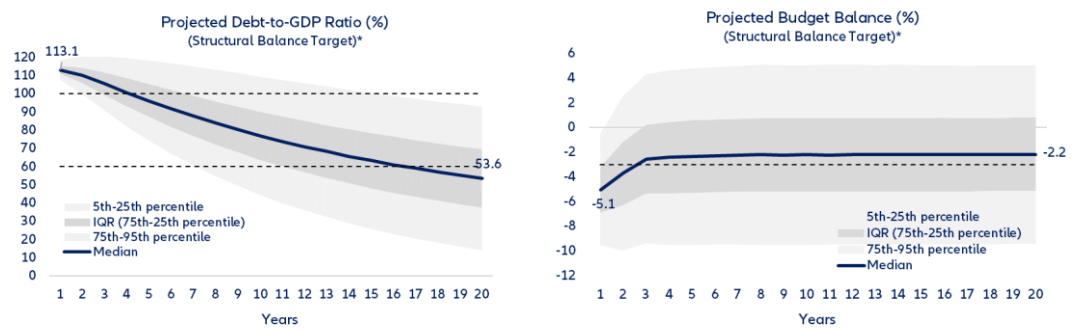
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A11: Spagna: regola di crescita della spesa con freno all'indebitamento: rapporto debito/PIL previsto e saldo di bilancio (%)



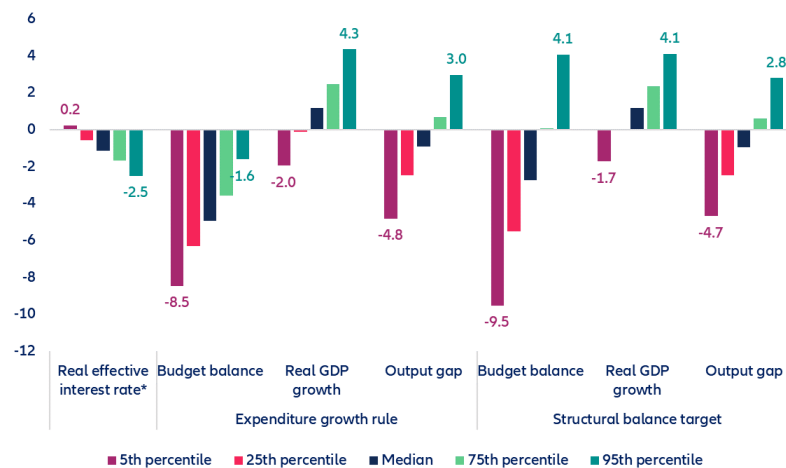
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A11: Spagna: obiettivo di saldo strutturale □ rapporto debito/PIL e saldo di bilancio (%)



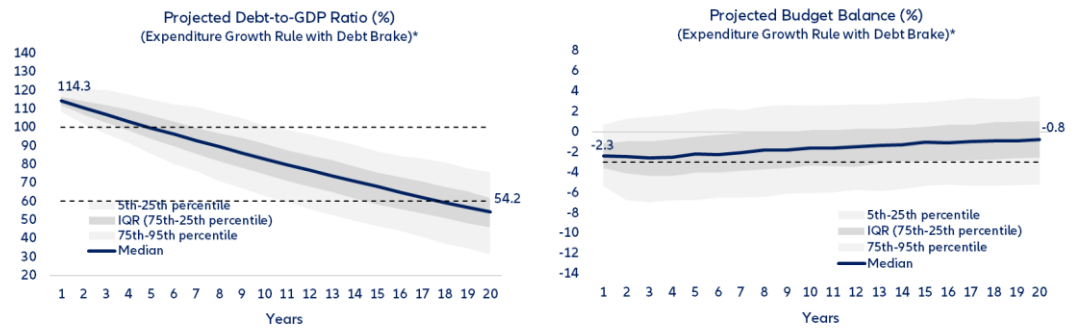
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A13: Spagna: tasso di interesse effettivo reale previsto e principali indicatori macroeconomici (media dei prossimi 10 anni, %)



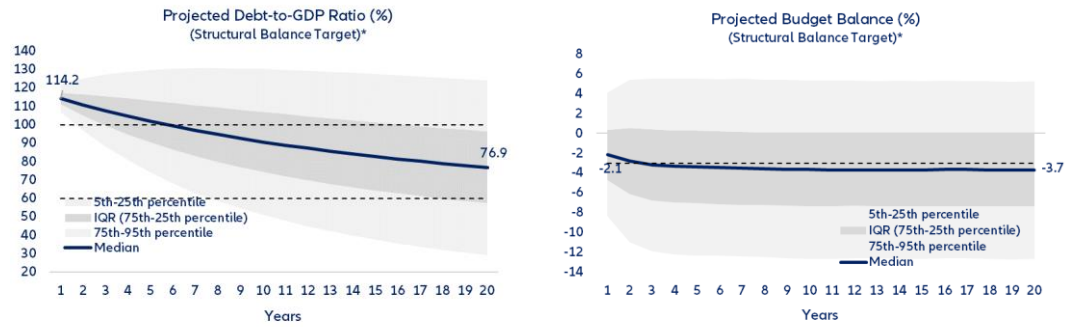
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A14: Portogallo: regola di crescita della spesa con freno all'indebitamento □ rapporto debito / PIL previsto e saldo di bilancio (%)



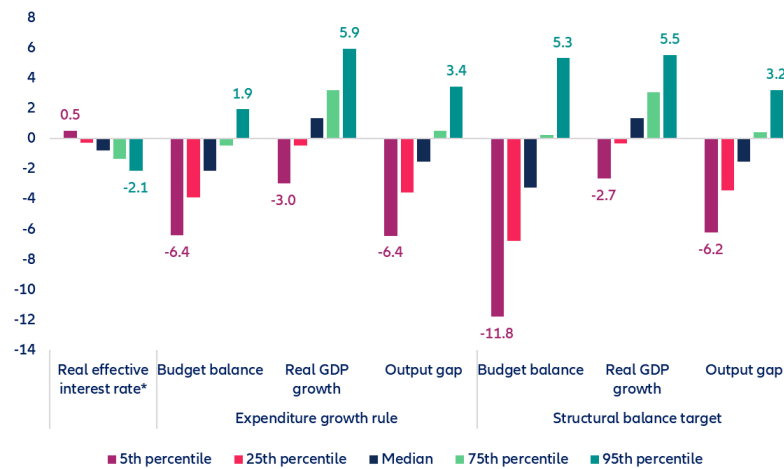
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A15: Portogallo: obiettivo di saldo strutturale □ rapporto debito/PIL e saldo di bilancio previsti (%)



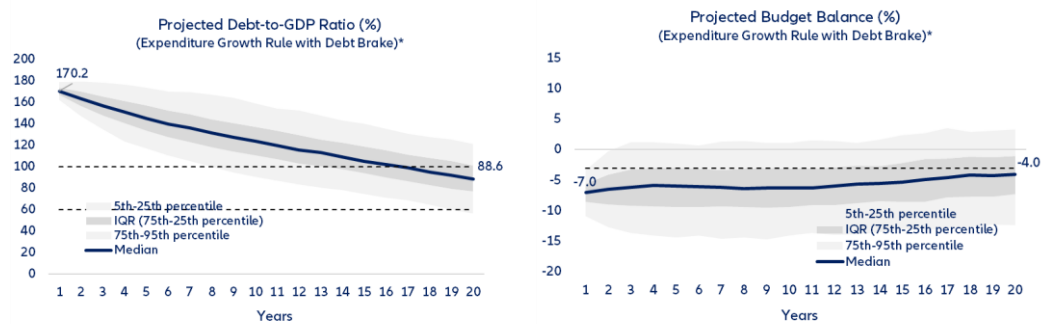
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A16: Portogallo: tasso di interesse effettivo reale previsto e principali indicatori macrofiscali (media dei prossimi 10 anni, %)



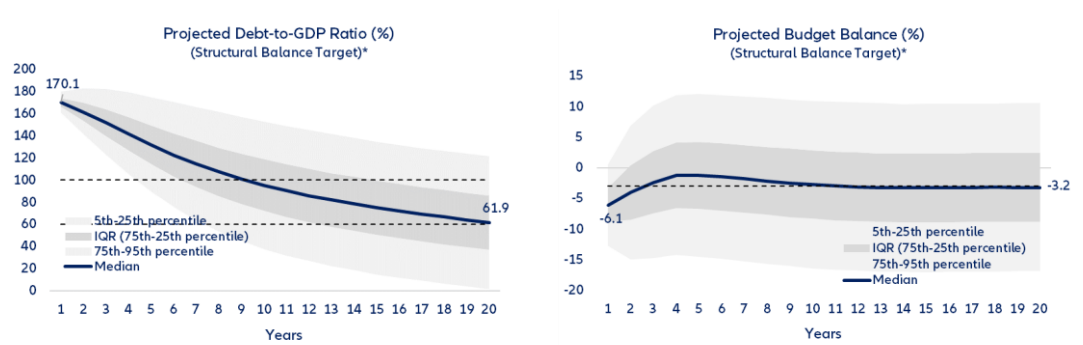
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A17: Grecia: regola di crescita della spesa con freno all'indebitamento - rapporto debito / PIL previsto e saldo di bilancio (%)



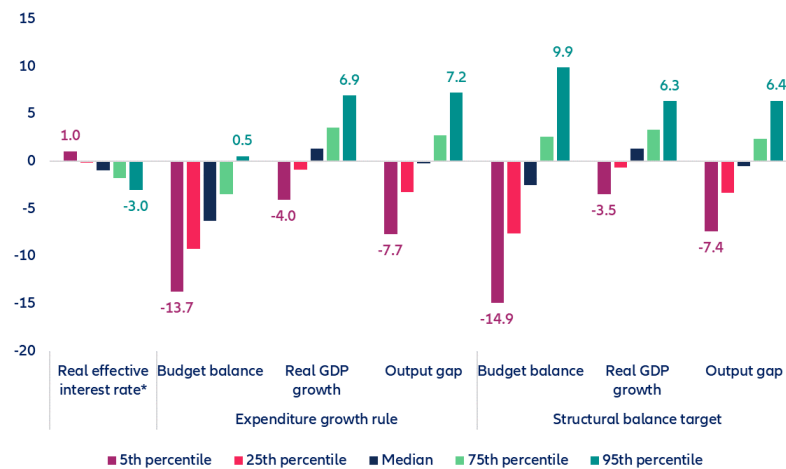
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A18: Grecia: obiettivo di saldo strutturale - rapporto debito / PIL e saldo di bilancio previsti (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura A19: Grecia: tasso di interesse effettivo reale previsto e principali indicatori macrofiscali (media dei prossimi 10 anni), %



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Bibliografia

- Andritzky, Jochen, 2018, "Migliorare il kit di strumenti per i prestiti del MES attraverso una linea di credito precauzionale," Blog Post, June 11 (Brussels: Bruegel), disponibile su <https://www.bruegel.org/blog-post/enhancing-esm-lending-toolkit-through-precautionary-credit-line>
- Arnold, Nathaniel, Ravi Balakrishnan, Bergljot Barkbu, Hamid Davoodi, Andresa Lagerborg, W. Raphael Lam, Paulo Medas, Julia Otten, Louise Rabier, Christiane Roehler, Asghar Shahmoradi, Mariano Spector, Sebastian Weber, e Jeromin Zettelmeyer, 2022, "Riformare il quadro di bilancio dell'UE: rafforzare le regole e le istituzioni di bilancio," Discussion Paper No. 14, International Monetary Fund, disponibile a <https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2022/08/31/Reforming-the-EU-Fiscal-Framework-Strengthening-the-Fiscal-Rules-and-Institutions-The-EUs-518388>
- Blanchard, Olivier, Álvaro Leandro and Jeromin Zettelmeyer, 2021, "Ridisegnare le regole di bilancio dell'UE: dalle regole agli standard", PIIE Working Paper No. 21/1, disponibile su <https://www.piie.com/publications/working-papers/redesigning-eu-fiscal-rules-rules-standards>
- Darvas, Zsolt and Julia Anderson, 2020, "Nuova vita per un vecchio quadro: ridisegnare la spesa dell'Unione europea e le regole fiscali d'oro," Economic Governance Support Unit, disponibile su [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/645733/IPOL_STU\(20\)645733_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/645733/IPOL_STU(20)645733_EN.pdf).
- European Fiscal Board, 2020. *2020 Annual Report*. Technical Report, 20 Ottobre (Brussels: European Commission), disponibile su https://ec.europa.eu/info/publications/2020-annual-report-european-fiscal-board_en.
- Francová, Olga, Ermal Hitaj, John Goossen, Robert Kraemer, Andreja Lenarčič, and Georgios Palaiodimos, 2021, "Norme di bilancio dell'UE: considerazioni sulle riforme," ESM Discussion Paper No. 17, October 25 (Luxembourg: European Stability Mechanism), disponibile su <https://www.esm.europa.eu/news/esm-discussion-paper-17-eu-fiscal-rules-reform-considerations>.
- Giavazzi, Francesco, Veronica Guerrieri, Guido Lorenzoni and Charles-Henry Weymuller, 2021, "Revisione del quadro di bilancio europeo," disponibile su https://www.governo.it/sites/governo.it/files/documenti/documenti/Notizie-allegati/Reform_SGP.pdf
- Martin, Philippe, Jean Pisani-Ferry, Xavier Ragot, 2021, "Un nuovo modello per il quadro di bilancio europeo," VoxEU Column, 26 May, .
- Misch, Florian and Martin Rey, 2022, "L'opportunità di un Fondo di stabilità dell'area dell'euro basato su prestiti," ESM Discussion Paper No. 20, May 5 (Luxembourg: European Stability Mechanism), disponibile su <https://www.esm.europa.eu/publications/case-loan-based-euro-area-stability-fund>.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes.