



San Marino: Dichiarazione Conclusiva dello Staff della Missione 2025 ai sensi dell'Articolo IV

PUBBLICAZIONE IMMEDIATA

Una Dichiarazione Conclusiva descrive i risultati preliminari dello staff del FMI al termine di una visita ufficiale (o "missione") condotta dallo Staff, nella maggior parte dei casi in un paese membro. Le missioni sono effettuate sotto forma di consultazioni periodiche (di solito annuali) ai sensi dell'[Articolo IV](#) dello Statuto del FMI, nel contesto di una richiesta di risorse del FMI (prestiti dal FMI), nell'ambito di discussioni sui programmi monitorati dallo staff o nell'ambito di altre attività di monitoraggio da parte dello staff sugli sviluppi economici.

Le autorità hanno acconsentito alla pubblicazione della presente dichiarazione. I pareri contenuti nella presente dichiarazione sono espressione delle opinioni dello Staff del FMI e non rappresentano necessariamente quelle del Consiglio Esecutivo del FMI. Sulla base dei risultati preliminari di questa missione, lo Staff predisporrà un rapporto che, previa approvazione della direzione, sarà presentato al Consiglio Esecutivo del FMI per la relativa discussione e decisione.

Washington, DC – 26 settembre 2025:

L'economia sammarinese mantiene uno slancio positivo, poiché il suo nuovo modello di crescita si è dimostrato resiliente agli shock che si sono succeduti. Una politica di bilancio prudente ha contribuito a ricostituire le riserve e, unitamente a importanti progressi nelle riforme del settore bancario, ha ridotto le vulnerabilità pregresse. Tuttavia, permangono sfide significative. La messa in sicurezza della stabilità macroeconomica, il debito pubblico ancora elevato e le significative sopravvenienze passive richiedono riserve di bilancio maggiori del solito e un ulteriore consolidamento di bilancio. Nel settore bancario sono necessarie ulteriori misure per migliorare la qualità degli attivi, nonché la capitalizzazione e la redditività delle banche. La crescente incertezza globale impone di accelerare le riforme strutturali, comprese quelle finalizzate all'attuazione dell'Accordo di Associazione con l'UE.

A San Marino si è registrata un'accelerazione della crescita, sostenuta da una forte

domanda interna. La crescita del PIL ha raggiunto l'1,0% nel 2024, dopo un rallentamento nel 2023. I forti consumi privati, trainati da un mercato del lavoro solido, dall'aumento del reddito reale e dalla riduzione dei tassi di interesse, hanno compensato la debolezza delle esportazioni di beni. Il settore manifatturiero ha continuato a normalizzarsi rispetto agli elevati livelli post-pandemia, in parte per via della graduale eliminazione degli incentivi fiscali in Italia. I buoni risultati del settore dei servizi, che ha beneficiato del boom del turismo a livello regionale e di una sana domanda interna, hanno fatto sì che l'occupazione crescesse a un ritmo sostenuto.

Secondo le proiezioni, la crescita dovrebbe rafforzarsi nel 2025-26, grazie alla ripresa della domanda esterna e alla forte domanda interna. L'aumento dei salari reali, l'allentamento delle condizioni finanziarie e la stabilità politica stimoleranno gli investimenti privati e i consumi. I rischi esterni al ribasso sono elevati, compresi i rischi

geoeconomici, le tensioni commerciali, la volatilità dei prezzi delle materie prime e la prolungata incertezza. L'esposizione diretta di San Marino ai dazi statunitensi è limitata, ma l'aumento delle tensioni commerciali potrebbe avere un impatto indiretto negativo attraverso i partner commerciali. A livello nazionale, i rischi derivano dalle sopravvenienze passive nel settore finanziario e da una potenziale inversione del consolidamento di bilancio. La solidità di fondo del settore manifatturiero, la salute dei bilanci del settore privato e la rapida attuazione dell'Accordo di Associazione con l'UE costituiscono rischi al rialzo rispetto allo scenario di base.

Nel 2024 la posizione di bilancio è stata più solida di quanto previsto. La gestione prudente della spesa pubblica e le entrate una tantum derivanti dai dividendi delle Aziende Pubbliche e dalla tassazione diretta hanno contribuito nel 2024 a un andamento dei conti pubblici migliore di quanto previsto. Tuttavia, le pressioni sulla spesa stanno aumentando nel 2025, il che riflette un'ulteriore crescita dei trasferimenti al settore privato e un'accelerazione delle assunzioni nel settore pubblico. Il rapporto debito/PIL ha continuato a diminuire, ma il suo livello, pari al 62,8% del PIL, rimane elevato.

È essenziale un ulteriore consolidamento di bilancio per mitigare i rischi di finanziamento, costituire riserve di bilancio e garantire che il rapporto debito/PIL continui a diminuire. San Marino è una piccola economia euroizzata aperta, con un settore finanziario vulnerabile e riserve di bilancio limitate. In un contesto di elevata incertezza globale, e con il rinnovo dell'Eurobond il prossimo anno, politiche macroeconomiche prudenti sono fondamentali per rafforzare la fiducia degli investitori. L'obiettivo del Governo di ridurre il debito pubblico al di sotto del 60% del PIL nel medio termine è un importante ancoraggio per guidare la politica di bilancio. A tal fine, si raccomanda un moderato sforzo di bilancio aggiuntivo pari a circa lo 0,8% del PIL nei prossimi due anni attraverso le seguenti azioni:

- **Attuazione della riforma dell'imposta sul reddito.** Le elevate spese deducibili, compresi gli incentivi legati alla San Marino Card (SMaC), determinano aliquote effettive dell'imposta sul reddito delle persone fisiche inferiori agli standard internazionali. La riforma proposta amplia la base imponibile e migliora l'amministrazione fiscale. Anche un maggiore utilizzo dei crediti d'imposta al posto delle spese deducibili contribuirebbe a mitigare la regressività.
- **Introduzione dell'imposta sul valore aggiunto (IVA).** Un'IVA ben progettata e attuata con cura migliorerà l'efficienza fiscale, ridurrà le distorsioni economiche e faciliterà l'integrazione nel mercato unico dell'UE. Per facilitare l'attuazione e ridurre al minimo gli oneri amministrativi, è importante mantenere il sistema semplice, evitando

un numero eccessivo di aliquote differenziate, limitando le esenzioni e calibrando attentamente le soglie di registrazione per le piccole imprese.

- **Aumentare la digitalizzazione della pubblica amministrazione.** I continui progressi nelle iniziative di e-government migliorerebbero il contesto imprenditoriale e genererebbero risparmi di bilancio. Inoltre, l'estensione della fatturazione elettronica a livello nazionale nel 2026 ridurrà i costi di transazione per le imprese e migliorerà la conformità fiscale.
- **Migliorare l'efficienza della spesa pubblica.** San Marino dovrebbe passare da una riduzione generalizzata della spesa reale a una definizione delle priorità strategiche basata sul ritorno sociale. Le azioni chiave includono: i) la revisione dei contributi in conto interessi e dell'efficacia dei trasferimenti al settore privato; ii) il miglioramento dell'efficienza della spesa per l'istruzione attraverso la razionalizzazione del rapporto insegnanti/studenti; iii) la garanzia di una rigorosa analisi costi-benefici per la selezione e l'ordine di attuazione dei principali progetti d'investimento; e iv) il miglioramento del monitoraggio della spesa del settore pubblico allargato.
- **Tenere sotto controllo la crescita dei salari pubblici e delle pensioni.** Le politiche prudenti legate ai salari pubblici e alle pensioni sono state fondamentali per migliorare il saldo primario. In futuro, resta fondamentale evitare una crescita dei salari pubblici e delle pensioni superiore all'inflazione.

Le restanti sfide a lungo termine del sistema pensionistico devono essere affrontate ricalibrando le prestazioni pensionistiche e l'età pensionabile. La riforma pensionistica del 2022 ha aumentato i contributi, ritardando di un decennio l'esaurimento del fondo pensioni. Tuttavia, per garantire la sostenibilità a lungo termine saranno necessarie ulteriori calibrazioni parametriche. La diversificazione degli investimenti dei fondi pensione è accolta con favore. In futuro si potrebbe prendere in considerazione un'ulteriore graduale diversificazione per ridurre la concentrazione dei rischi e aumentare i rendimenti, a condizione che la liquidità del sistema rimanga solida.

È essenziale rafforzare la capacità di gestione del debito per ridurre i rischi di rifinanziamento e diversificare le fonti di finanziamento. Per attenuare il profilo di ammortamento del debito, le autorità potrebbero prendere in considerazione emissioni internazionali di entità minore con scadenze più lunghe e diversificare le fonti di finanziamento. È inoltre importante concedere maggiore autonomia alla Segreteria di Stato per le Finanze per attuare il piano di finanziamento approvato nel bilancio. Accogliamo con favore la pubblicazione regolare della strategia di bilancio del Governo (*Budget at a Glance*), che facilita la comunicazione con gli investitori e aumenta la

prevedibilità. La pubblicazione tempestiva delle stime iniziali per le statistiche dell'amministrazione pubblica sarebbe un passo successivo importante.

Il recupero della fiducia e il proseguimento delle riforme finanziarie hanno migliorato la liquidità e la qualità degli attivi delle banche, ma permangono significative vulnerabilità pregresse.

- **Qualità degli attivi.** La qualità degli attivi bancari sta migliorando, grazie alla calendar provisioning e alla graduale sostituzione delle obbligazioni irredimibili nella banca di proprietà statale. Il rapporto degli NPL è sceso al 16,9% alla fine del 2024, dal 21% del 2023. Per spingere ulteriormente le banche a migliorare la qualità degli attivi è fondamentale ridurre la tolleranza che ancora permane. Le ponderazioni dei rischi per i titoli junior dovrebbero essere aumentate più velocemente per riflettere la differenza tra il valore contabile netto e il valore economico reale degli NPL nei bilanci delle banche. Accelerare l'aumento delle ponderazioni dei rischi legati agli immobili derivanti dal recupero dei crediti incoraggerà le banche a vendere tali immobili e migliorerà la liquidità e la redditività delle banche.
- **Capitalizzazione.** La capitalizzazione rimane limitata in alcune banche. Ulteriori riserve di capitale saranno fondamentali per assorbire le perdite e accelerare la trasformazione del settore preservando la stabilità sistemica. La recente abrogazione dei limiti di legge alla proprietà delle banche ha rafforzato il potere di vigilanza. Lo Staff accoglie con favore la guida fornita da Banca Centrale di San Marino (BCSM) alle banche con capitale ridotto per mantenere gli utili. Qualsiasi sottocapitalizzazione che potrebbe derivare dal processo di cartolarizzazione, dall'attuazione della calendar provisioning e dall'allineamento agli standard normativi dell'UE dovrebbe essere prontamente affrontata con piani di capitalizzazione credibili, seguiti da un maggiore ricorso alle azioni di vigilanza. L'attuale impegno di BCSM nell'esaminare approfonditamente l'idoneità di nuovi investitori dovrebbe continuare.
- **Redditività.** Gli utili delle banche sono rimasti stabili nel 2024, ma il calo dei margini di interesse e gli elevati costi operativi rappresentano un rischio per il futuro. L'elevata quota di attivi non generatori di reddito (al di sopra della media delle banche europee), gli alti costi del personale e la fitta rete di filiali bancarie continuano a pesare sulla redditività. Un rapido adeguamento dei costi delle banche è una priorità per migliorare la redditività a lungo termine e le posizioni patrimoniali.

Il processo di recupero degli attivi da parte della Società di Gestione degli Attivi (AMC) ha superato le aspettative. Nella prima metà del 2025, sono stati pagati 41,7 milioni di euro della tranche senior garantita dallo Stato pari a 70 milioni di euro,

riducendo così le sopravvenienze passive del bilancio. Sarà importante migliorare la divulgazione delle informazioni sul recupero degli attivi da parte dell'AMC per anticipare e affrontare eventuali impedimenti. Il miglioramento del quadro normativo in materia di insolvenza e diritti dei creditori è fondamentale per sostenere la risoluzione degli NPL e migliorare l'efficacia delle operazioni dell'AMC.

San Marino deve continuare a compiere progressi per rafforzare il suo quadro di riferimento per la lotta al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo (AML/CFT). Il quadro giuridico nazionale è stato modificato nel 2023 per recepire la V Direttiva antiriciclaggio dell'UE e migliorare la conformità tecnica agli standard del Gruppo di Azione Finanziaria Internazionale (GAFI). La valutazione nazionale del rischio di riciclaggio di denaro e di finanziamento del terrorismo (ML/TF) sarà aggiornata nel biennio 2025-26, con un'attenzione particolare alla prevenzione dell'uso improprio delle persone giuridiche. Alla luce di ciò, San Marino dovrebbe continuare a migliorare l'accuratezza del suo registro centrale dei titolari effettivi. Infine, le autorità dovrebbero garantire costantemente che l'AIF disponga di risorse adeguate per svolgere le proprie funzioni.

L'Accordo di Associazione con l'UE migliorerà gli standard normativi e richiederà un ambizioso programma di riforme per il settore finanziario. Per garantire la conformità agli standard UE, anche attraverso l'ampliamento e la formazione del personale, BCSM avrà bisogno di ulteriori risorse finanziarie. Ciò evidenzia la necessità di rafforzare l'autonomia finanziaria di BCSM. Gli aggiornamenti del quadro normativo dovrebbero essere coordinati con la soluzione dei problemi esistenti nelle banche. In particolare, per migliorare la qualità del capitale della banca statale, l'obbligazione irredimibile utilizzata per ricapitalizzarla dovrebbe essere convertita in uno strumento liquido con tassi di interesse di mercato. Questo processo dovrebbe essere graduale, tenuto conto del suo potenziale impatto sul debito pubblico e sul servizio del debito. Sebbene il sistema finanziario abbia 15 anni di tempo per soddisfare i requisiti dell'Accordo di Associazione con l'UE, un coinvolgimento tempestivo con le istituzioni di regolamentazione dell'UE ridurrà l'incertezza, ad esempio, sul trattamento normativo delle attività fiscali differite. Un piano completo e un'azione tempestiva consentirebbero buoni risultati e aumenterebbero la fiducia.

Più in generale, la conclusione dell'Accordo di Associazione con l'UE offre l'opportunità di accelerare le riforme e di aumentare la crescita in modo sostenibile.

I benefici dell'accordo con l'UE dovrebbero diventare concreti nel medio termine, migliorando la fiducia nell'economia, contribuendo a promuovere le riforme interne (si veda sotto) e migliorando la qualità della pubblica amministrazione. Le autorità

dovrebbero garantire una disponibilità di risorse e di personale sufficiente a sostenerne l'attuazione senza compromettere il percorso di consolidamento di bilancio. Una migliore comunicazione con il pubblico sulle implicazioni dell'Accordo di Associazione con l'UE contribuirà a creare consenso e ad accelerare le riforme. Inoltre, i progressi nella tempestività e nella qualità della pubblicazione dei dati devono essere migliorati ampliando la capacità dell'Ufficio di Statistica.

L'economia diversificata di San Marino favorisce la sua resilienza agli shock esterni e le riforme orizzontali volte ad aumentare la produttività potrebbero contribuire a consolidare questi risultati. Per un paese ad alto reddito come San Marino, un'ulteriore diversificazione offre vantaggi limitati in termini di crescita economica. Si dovrebbe invece dare priorità alle riforme orizzontali volte a incrementare la produttività dell'intera economia. Tra queste: i) aumentare la flessibilità del mercato del lavoro allentando le restrizioni sull'operatività delle agenzie di lavoro interinale; ii) risolvere le distorsioni del settore bancario-immobiliare e facilitare il funzionamento del mercato immobiliare potenziando il relativo osservatorio per la raccolta di dati dagli operatori del mercato; iii) aumentare l'efficienza energetica e ridurre le sovvenzioni incrociate nel mercato dell'energia; iv) investire nel miglioramento digitale e potenziare le connessioni di rete. Il miglioramento dell'efficienza del settore pubblico e la modernizzazione del sistema fiscale potenzierebbero ulteriormente questi sforzi.

La Missione desidera ringraziare le autorità e gli altri interlocutori per la calorosa accoglienza e per gli incontri franchi e produttivi.

	2022	2023	Est. 2024	Proj.		
				2025	2026	2027
Activity and Prices						
Real GDP (percent change)	7.9	0.4	1.0	1.2	1.3	1.2
Unemployment rate (average; percent)	5.1	4.2	4.4	4.4	4.4	4.4
Inflation rate (average; percent)	5.3	5.9	1.2	2.0	2.0	2.0
Nominal GDP (millions of euros)	1,739	1,875	1,930	1,991	2,054	2,118
Public Finances (percent of GDP) 1/						
Revenues	22.1	21.0	21.3	20.3	20.3	20.3
Expenditure	21.7	21.7	20.9	21.9	21.4	21.3
Overall balance	0.4	-0.7	0.4	-1.6	-1.1	-1.0
Government debt (Official)	69.5	67.3	62.4	61.0	60.0	59.0
Public debt 2/	70.6	68.3	62.8	61.4	60.4	59.4
Money and Credit						
Broad Money (percent change)	1.4	0.6	3.6	...	...	...
Private sector credit (percent change)	0.0	-23.6	-3.2	...	...	...
Net foreign assets (percent of GDP)	119.6	94.9	96.6	...	...	...
External Accounts (percent of GDP)						
Current account balance 3/	13.6	22.0	18.4	17.5	17.8	17.1
Gross international reserves (millions of euros)	533.0	739.6	734.8	734.8	734.8	734.8
Financial Soundness Indicators (percent)						
Regulatory capital to risk-weighted assets	14.6	16.7	18.2	...	...	...
NPL ratio	53.1	21.0	16.9	...	...	...
NPL coverage ratio	69.8	33.6	35.3	...	...	...
Return on equity (ROE)	3.8	10.2	11.1	...	...	...
Liquid assets to total assets	26.5	28.6	32.5	...	...	...
Liquid assets to short-term liabilities	43.1	50.1	56.1	...	...	...

Sources: International Financial Statistics; IMF Financial Soundness Indicators; Sammarinese authorities; World Bank; and IMF staff.

1/ For the central government.

2/ Central government (official) debt plus Social Security Fund and Ex-BNS debt.

3/ Estimates for 2023.