

# Safe asset europei

## Contesto macroeconomico, strumenti e prospettive<sup>1</sup>

Pierpaolo Benigno e Edoardo Reviglio

(giugno 2025)

### *Abstract*

*Questo paper analizza la possibilità di creare nuovi safe assets europei per affrontare le sfide macroeconomiche dell'Unione Europea. Esamina le condizioni necessarie per l'emissione di titoli sicuri, evidenziando due requisiti fondamentali: una solida copertura fiscale comune e la capacità di offrire benefici in termini di liquidità. Inoltre, il paper esplora le dinamiche dei mercati globali dei titoli pubblici e valuta la capacità attuale delle istituzioni comuni europee di emettere strumenti in grado di soddisfare la crescente domanda di attività finanziarie sicure.*

*This paper explores the feasibility of creating new "European Safe Assets" to address the European Union's macroeconomic challenges. In a world of global transitions, Europe must develop shared fiscal capacities to fund ecological, digital, and social transformations. The paper examines the necessary conditions for issuing European safe bonds, comparing the European experience to the US. It also analyses global sovereign bond market dynamics, the role of European institutions such as the EIB and ESM, and the impact of fiscal and monetary policies.*

---

<sup>1</sup>Si tratta di una versione riveduta e corretta del paper pubblicato in *Astrid Rassegna* n. 17/2024. Questa nuova versione tiene conto di suggerimenti e rilievi emersi nel corso di un seminario dedicato alla discussione della prima stesura del paper svoltosi presso Astrid il 13 gennaio 2025. Sono intervenuti nel corso del seminario Franco Bassanini, Lorenzo Bini Smaghi, Giovanni Bonfanti, Maria Cannata, Carlo Favero, Daniele Franco, Marcello Messeri, Pier Carlo Padoan, Giovanni Tria, Ignazio Visco.

## 1. Introduzione

Le attività finanziarie sicure (safe assets) sono strumenti di debito caratterizzati da un'elevata probabilità di rimborso in ogni circostanza. Svolgono un ruolo cruciale nel sistema economico, fungendo da mezzo di pagamento, collaterale e riserva di valore. Nel sistema monetario attuale, le safe assets per eccellenza sono le passività delle banche centrali, le quali sono universalmente accettate come mezzo di pagamento e godono della piena fiducia dei mercati. Tuttavia, anche altri soggetti – come gli Stati sovrani o gli intermediari finanziari – possono emettere strumenti con caratteristiche simili.

Questi strumenti offrono un vantaggio rilevante per l'emittente: la possibilità di ottenere un premio di liquidità, ossia finanziarsi a tassi più bassi grazie alla forte domanda per strumenti sicuri e liquidi (Gorton e Ordoñez, 2013; Brunnermeier et al., 2017).

Il dibattito sui safe assets europei è emerso con forza durante la crisi dei debiti sovrani del 2010-2011, a causa della frammentazione dei mercati obbligazionari nazionali e dell'assenza di un asset comune percepito come privo di rischio (ESRB, 2018). Tra le proposte iniziali vi furono i cosiddetti SBBS (Sovereign Bond-Backed Securities), strumenti composti da portafogli diversificati di titoli di Stato europei (ESM, 2018).

Una prima implementazione di debito comune europeo è avvenuta con il programma Next Generation EU (NGEU), varato nel 2020 in risposta alla pandemia da COVID-19. Il NGEU ha permesso alla Commissione Europea di raccogliere fondi sui mercati a nome dell'UE, segnando un precedente storico nella mutualizzazione del debito a livello europeo (Commissione Europea, 2020).

Negli ultimi anni, l'interesse per i safe assets europei è tornato al centro del dibattito pubblico e politico. In particolare, nel rapporto Draghi (Draghi, 2024) si prefigura la necessità di una capacità fiscale europea permanente per finanziare investimenti comuni in innovazione, tecnologie strategiche e infrastrutture. La Presidente della Commissione Europea, Ursula von der Leyen, ha sottolineato l'urgenza di costruire una politica europea di difesa, sostenuta anche da nuovi strumenti finanziari comuni.

Un precedente storico rilevante è rappresentato dal cosiddetto “momento hamiltoniano” negli Stati Uniti, quando, alla fine del XVIII secolo, il neonato governo federale assunse i debiti contratti dai singoli Stati durante la guerra d'indipendenza e li consolidò in un debito federale comune. Questo processo fu reso possibile grazie all'introduzione di un sistema di tassazione federale condiviso, che garantiva flussi di entrata stabili e credibili per il rimborso del debito. La combinazione tra mutualizzazione del debito e capacità fiscale centralizzata fu decisiva per costruire la

fiducia dei mercati e per rafforzare l'autorità del governo federale. In questo senso, la lezione storica americana suggerisce che l'emissione di safe assets sovranazionali credibili richiede non solo strumenti finanziari comuni, ma anche un'adeguata base fiscale comune a sostegno della sostenibilità del debito.

In relazione a questo punto, il capitolo approfondisce due elementi fondamentali per la creazione di safe assets: una copertura fiscale comune solida e credibile in qualsiasi circostanza futura, e la capacità di tali strumenti di offrire benefici in termini di liquidità agli investitori. L'obiettivo è analizzare le condizioni macroeconomiche e fiscali che favorirebbero l'emissione di titoli europei sicuri, con particolare attenzione alla sostenibilità fiscale in situazioni di crisi e al valore derivante dalla loro funzione di asset liquidi e affidabili nei mercati finanziari.

Alla luce di queste considerazioni, il capitolo evidenzia le criticità della situazione attuale, caratterizzata da livelli già elevati di spesa pubblica, tassazione e debito in molti paesi membri dell'Unione Europea. Tali elementi impongono cautela rispetto a nuovi programmi di spesa a livello europeo, che dovrebbero essere accompagnati da un'effettiva ristrutturazione delle spese nazionali e da una riprogettazione dell'architettura fiscale tra livello nazionale e federale, tenendo conto anche delle implicazioni sulla solvibilità dei debiti sovrani.

Il capitolo, infine, esplora le prospettive dei mercati globali dei titoli pubblici e il ruolo che i titoli attualmente emessi dalle istituzioni europee stanno già svolgendo nel soddisfare la crescente domanda globale di asset sicuri.

## **2. Safe Assets: Definizione, Evoluzione Storica e Caratteristiche Principali**

Come accennato nella Sezione 1, uno degli snodi fondamentali nell'analisi del sistema finanziario moderno è la comprensione delle cosiddette "attività finanziarie sicure" ("safe assets"). Queste risorse svolgono un ruolo cruciale, poiché chi le possiede ne apprezza la capacità di mantenere il valore nel tempo e di fungere da mezzo di scambio. D'altro canto, è importante ricordare che se un agente economico detiene un safe asset come un'attività, per l'emittente si configura una passività. Pertanto, l'analisi deve tenere conto di entrambe le prospettive.

Sebbene la nozione di "safe asset" sia relativamente recente, strumenti con le medesime caratteristiche esistono da secoli, pur se con nomi diversi. Nell'Impero Bizantino, ad esempio, circolava il solidus, una moneta d'oro particolarmente stabile che gli storici hanno definito il "dollaro del Medioevo" (Cipolla, 1967, p. 16). Coniata tra il V e il VII secolo, questa valuta godeva di ampio riconoscimento a livello internazionale, grazie all'alta purezza e alla stabilità del peso. Dopo il declino

di Bisanzio, la supremazia passò al dinar islamico, ereditata in seguito dal fiorino di Firenze nell'Alto Medioevo.

Queste monete presentavano due tratti distintivi:

1. **Stabilità intrinseca** – erano coniate in oro, con un elevato livello di purezza e un peso costante nel tempo;
2. **Accettabilità universale** – emesse da istituzioni che all'epoca dominavano i commerci internazionali, venivano ampiamente riconosciute e accettate.

In tal modo assolvevano sia alla funzione di mezzo di scambio, soprattutto negli scambi internazionali, sia a quella di riserva di valore, poiché il contenuto d'oro rimaneva inalterato. Oggi attribuiamo queste due proprietà – mezzo di scambio e riserva di valore – al concetto di moneta; non sorprende dunque che tali monete fossero considerate “sicure” nel contesto storico di riferimento.

Con la transizione da sistemi basati su metalli preziosi a valute fiduciarie, la definizione di safe asset si è progressivamente evoluta. Nelle economie attuali, come quelle basate sul dollaro o sull'euro, le valute nazionali sono formalmente passività delle banche centrali (Federal Reserve per il dollaro, Banca Centrale Europea per l'euro). Tali passività sono considerate estremamente sicure poiché la banca centrale non ha ragione di “ripudiare” i propri obblighi: una banconota da 10 euro conserva il suo valore nominale anche in futuro.

In questi sistemi, la base monetaria – comprendente contante e riserve bancarie – costituisce l'attività finanziaria sicura per eccellenza. Altre risorse, come i depositi bancari, il debito governativo o quello privato di elevata qualità, possono acquisire caratteristiche simili a seconda del grado di sicurezza e di liquidità percepito dal mercato.

Per comprendere perché alcune attività finanziarie vengano considerate “sicure”, è utile esaminare i tratti distintivi che tipicamente le contraddistinguono:

1. **Basso rischio di default** – l'emittente deve garantire con ragionevole certezza il rimborso di capitale e interessi.
2. **Elevata liquidità** – gli strumenti devono essere facilmente scambiabili, senza subire perdite significative di valore, grazie a un mercato sufficientemente profondo e attivo.
3. **Valore stabile** – mantengono il proprio valore anche in periodi di turbolenza economica o finanziaria, inducendo gli investitori a privilegiarli nelle fasi di crisi (Agarwal, 2022; Caballero, Farhi, Gourinchas, 2017; Gorton, 2017).

Poiché tali attività offrono rendimenti non pecuniari – derivanti dalle loro proprietà di liquidità e riserva di valore – sono accompagnate da un premio di liquidità o convenience yield, che compensa il minore rendimento (o perfino nullo, come nel caso del contante).

Il contante, ad esempio, non genera interessi, ma è comunque detenuto perché fornisce benefici di liquidità immediata e certezza nel pagamento. Questo “valore aggiunto” fa sì che gli operatori economici accettino un rendimento finanziario minore rispetto ad altre forme di investimento, in cambio della certezza e della liquidità che il contante (o un’attività equivalente) garantisce.

Tuttavia, fuori dalla base monetaria, la certezza di rimborso delle passività emesse da soggetti diversi dalla banca centrale dipende da molteplici fattori, per cui il confine tra ciò che è effettivamente privo di rischio di default e ciò che non lo è risulta spesso sfumato. Inoltre, la sicurezza stessa è un concetto relativo, poiché gli investitori valutano i rischi secondo prospettive individuali e in rapporto alle percezioni degli altri agenti.

Alla luce di questa analisi, la base monetaria rappresenta il safe asset per definizione in un sistema a valuta fiduciaria, poiché il suo valore nominale è garantito dalla banca centrale e la liquidità è praticamente massima. Al contempo, gli strumenti che condividono – o sono percepiti come condividenti – caratteristiche simili possono anch’essi ottenere uno status di sicurezza.

Un esempio classico di safe asset è rappresentato dai titoli di Stato emessi da paesi con elevata credibilità finanziaria, come i Treasury Bond degli Stati Uniti o i Bund tedeschi. Tali strumenti sono considerati quasi privi di rischio, poiché i governi emittenti sono ritenuti estremamente affidabili e capaci di onorare i propri debiti.

Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen (Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen 2012) hanno stimato che la media del premio di liquidità sul debito del Tesoro statunitense sia stata di circa 72 punti base nel periodo 1926–2008, attribuendo 46 punti base ai servizi di liquidità e 26 punti base alla sicurezza dei titoli. Altri studi, come Longstaff, Mithal e Neis (Longstaff, Mithal e Neis 2006), arrivano a conclusioni simili, stimando il premio nel range di 65–70 punti base.

I safe asset svolgono un ruolo fondamentale come “bene rifugio” per gli investitori, in particolare durante periodi di incertezza economica o politica. La loro importanza si evidenzia, ad esempio, nella gestione delle riserve delle banche centrali e nelle strategie di investimento adottate da fondi pensione e grandi investitori istituzionali. Inoltre, l’economia ha bisogno di riserve di valore o, in altri termini, di attività finanziarie sicure, “Safe Asset”. Le famiglie risparmiano per la pensione, per non trovarsi

impreparate di fronte a necessità improvvise ed inattese, o per trasmettere ricchezza ai propri discendenti. Le aziende hanno bisogno di mantenere liquidità per far fronte ai flussi di cassa corrente. Le istituzioni finanziarie necessitano di garanzie sulle linee di credito. Le banche centrali e i fondi sovrani detengono attività finanziarie sicure anche in valuta estera.

Nelle economie moderne, i principali emettitori di attività finanziarie sicure sono il settore pubblico e quello finanziario:

- Banche centrali: emettono contanti e riserve;
- Stati: emettono obbligazioni e titoli pubblici;
- Banche e shadow bank: offrono depositi a breve termine e strumenti finanziari più complessi.

Storicamente, la concentrazione di safe asset – sia pubblici che privati – si è verificata in un numero ristretto di economie avanzate, tra cui Stati Uniti, Europa, Giappone e Canada. Negli ultimi decenni, tuttavia, l’offerta globale di safe asset non ha tenuto il passo con la crescente domanda. La crisi finanziaria del 2008–2009 ha messo in luce come, in molti casi, ciò che era ritenuto sicuro non lo risultasse in maniera assoluta. Uno dei motivi di questa carenza risiede nel fatto che il tasso di crescita collettivo delle economie avanzate, principali produttori di safe asset, è stato inferiore a quello mondiale – quest’ultimo trainato dalla rapida crescita delle economie emergenti ad alto tasso di risparmio, come la Cina. Il persistente eccesso di domanda, unitamente a una limitata offerta, ha determinato un aumento costante del prezzo dei safe asset, fenomeno necessario per ristabilire l’equilibrio di mercato.

Il calo dei tassi di interesse che si è verificato negli ultimi decenni (Figura 1) sembra essere di natura strutturale e permanente, nonostante il recente shock inflazionistico causato dalla crisi energetica europea seguita alla guerra in Ucraina, dalle interruzioni nelle catene globali di approvvigionamento provocate dalla pandemia di COVID-19 e dagli effetti – particolarmente significativi negli Stati Uniti – delle eccezionali misure di stimolo post-pandemia.

A sua volta, invecchiamento della popolazione e disuguaglianze nei redditi possono essere fattori rilevanti nell’influenzare il risparmio e quindi i tassi d’interesse.

L’invecchiamento della popolazione può portare a un aumento del risparmio per diverse ragioni. Le persone tendono a risparmiare di più durante la loro vita lavorativa per prepararsi alla pensione. Con l'aumento dell'aspettativa di vita e il crescente numero

di anziani, la proporzione di individui che risparmiano in previsione della pensione è aumentata, contribuendo a un maggior accumulo di risparmi. Questo, a sua volta, può esercitare una pressione al ribasso sui tassi di interesse reali, poiché l'offerta di risparmio supera la domanda di investimenti.

Anche un aumento delle diseguaglianze economiche contribuisce all'aumento del risparmio globale, influenzando i tassi di interesse. Le famiglie più ricche tendono a risparmiare una percentuale maggiore del loro reddito rispetto alle famiglie a basso reddito, le quali sono più propense a spendere gran parte dei loro guadagni per il consumo. Pertanto, l'aumento dell'ineguaglianza, con una maggior parte della ricchezza concentrata nelle mani del segmento più ricco della popolazione, porta a un aumento del risparmio complessivo. Questo fenomeno contribuisce alla debolezza della domanda aggregata e, quindi, esercita una pressione al ribasso sui tassi di interesse. Aldilà di possibili shock esogeni, quindi, i tassi di interesse generalmente bassi sui safe asset globali sembra essere una caratteristica strutturale e permanente.

## **2.1 Quantificazione e Detenzione dei Safe Asset**

Recentemente, il Fondo Monetario Internazionale ha realizzato una banca dati sui debiti pubblici e sui relativi detentori per i paesi OCSE. Nel 2023, i debiti pubblici delle principali aree economiche – USA, UE, Regno Unito, Giappone - hanno superato i 56 trilioni di dollari, rappresentando quasi la totalità dei safe asset pubblici a livello globale (Tabella 1).

In Europa, la distribuzione dei rating dei titoli pubblici rivela ulteriori sfumature: su circa 13.000 miliardi di euro di debito sovrano, 3.163 miliardi hanno il rating tripla AAA (secondo Standard & Poor), mentre includendo i titoli con rating AA il totale sale a 7.770 miliardi. Se si considerano anche i debiti di paesi con rating inferiori ad A, ma comunque superiori a BBB (come l'Italia), il valore supera gli 11 trilioni di euro. Fattori quali la gestione della crisi greca, le operazioni di quantitative easing (QE) della BCE durante la crisi degli spread, l'elevata liquidità del debito italiano e la percezione di rischiosità (pur bassa) contribuiscono a rendere questi titoli, agli occhi dei mercati, quasi equiparabili ai safe asset. In contrasto, le emissioni centralizzate di istituzioni europee (BEI, MES, NGEU, SURE) presentano rating uguali o superiori ad AA+ e ammontano complessivamente a oltre 1.300 miliardi di euro. Per confronto, alla fine del 2023, il debito federale statunitense detenuto dal pubblico ammontava a circa 28,2 trilioni di dollari, pari a circa il 103% del PIL nominale, che era di circa 27,36 trilioni di dollari. Il debito pubblico totale, inclusivo del debito intergovernativo, ammontava a circa 35,46 trilioni di dollari, ovvero circa il 130% del PIL.

Anche il settore privato contribuisce in maniera significativa al pool globale dei safe asset, rappresentando circa il 43% del totale, mentre il restante 57% è di natura pubblica. La composizione dei safe asset privati include: Oro (11%); Debito corporate investment grade (11%); Covered bond (4%); ABS, MBS, titoli cartolarizzati ipotecari e obbligazioni garantite (17%).<sup>2</sup>

La disponibilità di safe asset pubblici per il settore privato ha seguito un andamento non lineare: livelli storicamente bassi negli anni '70, un incremento nel decennio successivo, e una riduzione graduale dalla metà degli anni '90 fino al 2007, in seguito a un miglioramento dei bilanci fiscali statunitensi e all'aumento delle riserve internazionali detenute dalle economie emergenti. A partire dal 2008, la fornitura netta di safe asset è cresciuta bruscamente a causa dei crescenti deficit fiscali negli Stati Uniti, raggiungendo nel 2019 livelli paragonabili a quelli del 1960 (si veda la Figura 2).

### **3. Debito europeo, una possibilità per costruire un'attività finanziaria sicura?**

Come evidenziato nella sezione precedente, i safe assets rappresentano strumenti sicuri e liquidi per chi li detiene. Dal punto di vista dell'emittente, tuttavia, è essenziale che la percezione di sicurezza sia sostenuta da una solida copertura finanziaria. Tale condizione, oltre a rafforzare la fiducia nell'affidabilità dello strumento, può contribuire a migliorare le sue proprietà di liquidità. Va comunque precisato che una copertura finanziaria adeguata, pur essendo fondamentale, non è sufficiente da sola a garantire la liquidità: quest'ultima dipende infatti anche dall'utilizzo che gli investitori fanno dello strumento e dalle dinamiche del mercato in cui avvengono le compravendite.

In questa sezione approfondiremo la condizione imprescindibile per la creazione dei safe assets, ossia la necessità di garantire una copertura finanziaria completa degli strumenti emessi in ogni scenario, sia favorevole che sfavorevole. Verranno esaminate diverse proposte per la costruzione di tali strumenti e le relative implicazioni, con l'obiettivo di valutare se e come sia possibile ottenere una copertura finanziaria totale nell'attuale contesto europeo, caratterizzato da elevati livelli di debito pubblico nazionale e da un'elevata pressione fiscale.

---

<sup>2</sup> Il valore dei "safe asset" privati è stato stimato attraverso elaborazioni su dati SIFMA, BRI, Fitch e S & P Global.

### **3.1 Un debito europeo comune a fronte del finanziamento di una spesa comune europea**

Uno dei temi ricorrenti nel dibattito di politica economica europea è la possibilità di attuare programmi di spesa comunitaria per finanziare beni pubblici condivisi. Spesso si ipotizza che tali programmi possano essere sostenuti mediante l'emissione di un debito comune europeo, il quale potrebbe acquisire lo status di "safe asset".

Ad esempio, nel 2019, per la prima volta in un intervento pubblico, il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco richiamò la necessità di creare un safe asset europeo e di sviluppare una politica di bilancio comune, evidenziando come l'unione monetaria, bancaria e dei mercati dei capitali – unitamente alla prospettiva di una politica di bilancio comune – richiedessero un salto di qualità per garantire la stabilità in un mondo politicamente instabile (Visco 2019).

Successivamente, nelle considerazioni finali del 31 maggio 2021, Visco ribadì che una capacità di bilancio comune, accompagnata dalla revisione delle regole per le finanze pubbliche nazionali, dovesse basarsi su una stabile emissione di debito garantita da fonti di entrata autonome. In questo modo, si fornirebbe ai mercati uno strumento finanziario con elevato merito di credito, favorendo la diversificazione dei portafogli degli intermediari europei, l'integrazione dei mercati dei capitali e un rafforzamento dell'efficacia della politica monetaria, contribuendo al riconoscimento dell'euro come valuta internazionale (Banca d'Italia, Considerazioni Finali del Governatore, 2017-2022).

Proposte analoghe sono state accompagnate dall'ipotesi che il debito, contratto per finanziare una spesa comune, possa ripagarsi attraverso la crescita economica. In altre parole, tale debito verrebbe definito "buono" piuttosto che "cattivo" perché, grazie all'aumento del reddito nominale, il rimborso e gli interessi si pagherebbero con la crescita.<sup>3</sup>

È fondamentale sottolineare, come già evidenziato in precedenza, che il confine tra un'attività finanziaria considerata sicura e una non sicura è estremamente sottile. Questi margini di incertezza non possono, né devono, costituire la base per classificare automaticamente uno strumento debitorio come "safe asset". Il criterio imprescindibile rimane che il debito debba essere rimborsato con certezza.

---

<sup>3</sup> Si veda ad esempio Giavazzi: "Anche perché il debito pubblico non deve necessariamente essere «ripagato»: l'importante è ridurre il rapporto fra il debito e il Pil, e questo dipende dalla crescita. Alla scadenza il debito pubblico può sempre essere rimborsato riemettendo altri titoli." (Giavazzi 2024).

## **Il meccanismo di finanziamento e la dilazione dell'onere fiscale**

Ad esempio, ipotizziamo la necessità di finanziare una spesa comune pari a 806 miliardi di euro, come previsto dal piano NGEU. Se questa spesa venisse finanziata senza ricorrere al debito, occorrerebbe coprirla immediatamente con una tassazione pari a 806 miliardi di euro. In alternativa, il finanziamento tramite debito consentirebbe di emettere titoli per 806 miliardi di euro, da rimborsare in futuro. Tuttavia, poiché i tassi di interesse non possono essere negativi, il rimborso futuro comporterebbe un onere fiscale maggiore – ad esempio, pari a 850 miliardi di euro – sebbene il differimento nel tempo possa attenuare l'impatto immediato della tassazione.

Un debitore sovrano ha il vantaggio di poter posticipare il carico fiscale e di ricorrere al rollover del debito. Nel caso delle istituzioni europee, però, sorgono interrogativi sulla longevità di un'area economica, monetaria e politica comune, che potrebbe rendere meno certo il differimento. Inoltre, se il debito ottenesse lo status di safe asset, esso beneficerebbe di un premio di liquidità, ossia della possibilità di accedere a tassi di finanziamento inferiori rispetto a quelli applicati a debiti meno liquidi. In tale scenario, l'onere fiscale futuro potrebbe ridursi, passando ad esempio da 850 a 840 miliardi di euro, migliorando così la sostenibilità complessiva del finanziamento.

## **Crescita economica e sostenibilità del debito**

L'ipotesi secondo cui il debito si ripagherebbe con la crescita si fonda sull'osservazione che, con l'aumento del reddito – misurabile, ad esempio, tramite il PIL – le entrate fiscali tendono a crescere. Di conseguenza, anche se il valore nominale da rimborsare resta invariato, una somma come 840 miliardi di euro in tasse potrebbe rappresentare una quota decrescente del PIL nel tempo. Un ulteriore elemento a favore di questa idea è che una spesa pubblica particolarmente produttiva potrebbe stimolare l'economia a crescere a un tasso superiore a quello degli interessi applicati al debito; quest'ultimo, nel caso di safe asset, incorpora anche il beneficio del premio di liquidità.

Un indirizzo semplice per valutare la sostenibilità del debito consiste nel monitorare l'evoluzione del rapporto debito/PIL. Ad esempio, ipotizzando un tasso di interesse reale dell'1% e un tasso di crescita reale del 2,5%, un rapporto debito/PIL pari al 100% oggi scenderebbe all'86% dopo 10 anni, al 74% dopo 20 anni e al 64% dopo 30 anni, in assenza di ulteriori deficit. Al contrario, per mantenere costante tale rapporto al 100%, il governo potrebbe anche operare un deficit annuo pari all'1,5%.

Applicando questa analisi al piano NGEU – che prevede l'iniezione di 806 miliardi di euro (circa il 5% del PIL dell'UE) – si stima che, assumendo l'emissione integrale

del debito nel 2021 e il suo rimborso nel 2058, il rapporto debito/PIL possa ridursi fino al 3,35% nel 2058. Con ipotesi più ottimistiche – per esempio, un tasso di interesse reale pari a -1% e una crescita del 2% – il rapporto potrebbe scendere ulteriormente, fino al 2,23% del PIL. In alternativa, se l'UE volesse mantenere costante un livello di debito pari al 5% del PIL, potrebbe impegnarsi in ulteriori programmi di spesa pari, ad esempio, allo 0,07% del PIL annuo. Tali cifre risultano particolarmente rilevanti se confrontate con scenari in cui il debito iniziale è significativamente più elevato – ad esempio, un debito pari al 50% del PIL oggi potrebbe ridursi al 33% nel 2058.

### **Criticità della “magia” fiscale**

Sebbene le argomentazioni a favore di un debito comune, basate sull'ipotesi che il suo status di safe asset e i conseguenti costi di finanziamento ridotti possano permettere al debito di "ripagarsi" autonomamente attraverso la crescita economica, emergono tre criticità fondamentali che mettono in discussione questa visione.

La prima criticità riguarda l'assunto relativo alla relazione tra i tassi di interesse e il tasso di crescita economica. La cosiddetta "magia" fiscale si basa sull'ipotesi che il costo del finanziamento sia inferiore al tasso di crescita dell'economia, una condizione che negli Stati Uniti è stata osservata in diversi periodi storici (Figura 2).<sup>4</sup> Ad inizio 2025, come mostra la stessa figura, le due variabili si sono allineate sugli stessi valori.

Se, in un contesto futuro, il costo del finanziamento dovesse superare il tasso di crescita, il debito aumenterebbe progressivamente, richiedendo risorse sempre maggiori per il rimborso, anche in scenari economici avversi come una recessione. In tali condizioni, la certezza del rimborso – criterio essenziale per definire un safe asset – sarebbe messa seriamente alla prova, evidenziando in maniera ancora più marcata quali strumenti possano davvero essere considerati sicuri.

La seconda criticità riguarda la necessità di istituire una capacità fiscale centrale permanente per finanziare e realizzare progetti comuni di medio-lungo termine, come i beni pubblici europei. Sebbene tale prospettiva sia ambiziosa e potenzialmente trasformativa, essa solleva complesse questioni di natura giuridica e istituzionale.

Un esempio rilevante è rappresentato dalla base legale che ha reso possibile l'emissione dei titoli del programma Next Generation EU, costruita senza modificare i Trattati europei. Come osserva Tosato (2021), tale operazione si è fondata su una combinazione di disposizioni del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea

---

<sup>4</sup> Si veda anche Blanchard (2019, 2023).

(TFUE). In particolare, l'articolo 311 TFUE, che consente all'Unione di dotarsi di "altre entrate" per finanziare le proprie attività, è stato interpretato in senso estensivo per autorizzare il ricorso al mercato dei capitali, pur essendo tradizionalmente riferito alle risorse proprie come i dazi o i contributi nazionali. L'articolo 122 TFUE, che prevede la possibilità di assistenza finanziaria in circostanze eccezionali, è stato invece utilizzato per giustificare l'emissione congiunta di debito da parte dell'UE in risposta alla pandemia da COVID-19.

Sebbene il NGEU sia stato concepito come strumento straordinario e temporaneo, il quadro giuridico costruito potrebbe essere riutilizzato in futuro per far fronte ad altre situazioni eccezionali, come crisi economiche, finanziarie, ambientali o geopolitiche. In quest'ottica, iniziative come il Green Deal europeo o gli investimenti nella difesa recentemente annunciati dalla Presidente della Commissione Ursula von der Leyen con il progetto "ReArm Europe" potrebbero essere finanziati replicando meccanismi simili a quelli del NGEU o del programma SURE, senza la necessità di modificare formalmente i Trattati (Giavazzi, 2025).

Sebbene questo approccio possa funzionare in circostanze eccezionali, il futuro richiederà una vera e propria capacità fiscale autonoma per sostenere Beni Pubblici Europei "puri". Come suggeriscono Marco Buti, Alessandro Coloccia e Marcello Messori, dotare Bruxelles di risorse proprie e riformulare il processo decisionale potrebbe rappresentare un cambiamento di paradigma, con un rafforzamento del ruolo politico e finanziario dell'UE (Buti, Calocia, Messori, 2023, Buti e Messori, 2024). In questo contesto, il bilancio dell'Unione – attualmente limitato a circa il 2% del PIL europeo – dovrà essere ampliato, con la ricerca di nuove fonti di finanziamento e cambiando i Trattati.

Un'altra critica riguarda la situazione finanziaria attuale dei membri dell'Unione Europea. Molti Stati presentano già livelli elevati di debito pubblico, spesa e pressione fiscale. L'introduzione di programmi di spesa a livello europeo rischierebbe di aggravare ulteriormente questi fattori, incrementando sia il totale della spesa e del debito, sia il livello di tassazione, con il conseguente rischio di deprimere l'attività economica. Per rendere sostenibile un tale progetto, è essenziale che i programmi europei non si limitino a duplicare le iniziative nazionali, ma che le sostituiscano e le rendano più efficienti. In questo contesto, la tassazione necessaria per garantire il rimborso del debito europeo dovrebbe derivare da un trasferimento di capacità fiscale dal livello nazionale a quello europeo, piuttosto che rappresentare un onere addizionale. Tuttavia, i margini di manovra per attuare tali trasferimenti sono piuttosto ristretti, soprattutto se non si affronta preventivamente il problema della sostenibilità dei debiti pubblici nazionali.

In sintesi, mentre l'idea di un debito comune europeo che funzioni come safe asset appare attraente, la sua fattibilità dipende dalla capacità di garantire il rimborso in ogni contingenza, dalla sostenibilità dei livelli di debito e tassazione dei singoli Stati membri e dalla creazione di una capacità fiscale centrale permanente. Senza un adeguato riscontro in queste tre aree, l'ipotesi rischierebbe di rimanere una visione teorica difficile da tradurre in pratica nel complesso contesto europeo attuale.

### **3.2 Un debito europeo collateralizzato dai debiti nazionali**

La questione della sostenibilità del debito pubblico nei singoli Stati ha spinto numerosi economisti e decisori politici a valutare la possibilità di un debito comune europeo, in cui il rimborso e gli interessi dei titoli emessi a livello comunitario siano, almeno in parte, garantiti dai debiti nazionali. Dopo la crisi dei debiti sovrani, sono state avanzate diverse proposte per la creazione di un safe asset europeo attraverso l'acquisto di debito nazionale da parte di un'Agenzia europea. In questo scenario, il rimborso e gli interessi sui titoli nazionali fungerebbero da copertura, almeno parziale, per il servizio del debito comune.

L'effetto di questa operazione dipenderebbe dalla percezione del rischio legato al debito nazionale acquistato. Se una parte significativa di questo debito fosse considerata priva di rischio di default, grazie a una solida copertura fiscale garantita a livello nazionale, allora il debito europeo emesso a fronte di tale operazione potrebbe anch'esso essere classificato come privo di default, senza necessità di ulteriori garanzie fiscali. In questo caso, ottenere lo status di safe asset consentirebbe all'Agenzia europea di finanziare l'acquisto del debito nazionale a tassi più bassi, generando un margine positivo sul differenziale tra il rendimento dei titoli nazionali e quello dei titoli europei. Ad esempio, supponendo un differenziale di 50 punti base applicato al 60% dei circa 13.000 miliardi di euro di debito pubblico dell'area euro, si potrebbe ottenere un profitto annuo di circa 39 miliardi di euro, risorsa potenzialmente disponibile per l'Unione.

Tuttavia, questo meccanismo potrebbe rivelarsi un gioco a somma quasi zero. Se l'acquisto di debito nazionale da parte dell'Agenzia portasse a un aumento del rischio di default sulla parte rimanente del debito detenuto sul mercato, ciò potrebbe tradursi in un incremento dei tassi d'interesse sui titoli non inclusi nell'operazione, annullando parte dei benefici ottenuti. Inoltre, si potrebbe assistere a un fenomeno di spiazzamento, con la sostituzione di alcuni titoli nazionali precedentemente considerati safe assets con il nuovo safe asset europeo, senza un effettivo miglioramento delle condizioni complessive di finanziamento.

Al contrario, se il debito nazionale in questione presentasse un rischio di default, per rendere il debito europeo un'attività sicura sarebbe necessario compensare tale rischio mediante un'ulteriore garanzia fiscale a livello europeo. In questo caso, sebbene il debito europeo potesse comunque beneficiare dello status di safe asset e di un conseguente costo di finanziamento più basso, il ricorso a una tassazione integrativa per garantire il rimborso comporterebbe effetti economici da valutare attentamente, soprattutto in termini di spiazzamento sugli altri debiti nazionali e dei maggiori oneri fiscali complessivi.

In linea generale, queste proposte possono offrire benefici, seppur marginali, e incidere sulla distribuzione degli oneri fiscali tra i singoli Stati e le capacità centrali, oltre a influire sulla rischiosità complessiva dei titoli.

Un esempio emblematico di queste idee è rappresentato dalla proposta, avanzata nel 2011 dal Consiglio di Esperti Economici della Germania, del cosiddetto “Patto di Redenzione Europeo” (GCEE, 2011). Tale patto prevedeva di stabilizzare il debito pubblico dei paesi dell'eurozona attraverso la creazione di un fondo di redenzione, al quale veniva trasferita la quota di debito eccedente il 60% del PIL di ogni Stato, accompagnata da un piano obbligatorio di rimborso della durata di 20-25 anni. In questo schema, ogni paese avrebbe mantenuto la responsabilità del proprio debito, mentre il fondo agiva da garante secondario, accumulando progressivamente un portafoglio che si aggirava intorno ai 2.300 miliardi di euro – con l'Italia, la Germania e la Francia che contribuivano rispettivamente con il 41%, il 25% e il 21% dell'importo aeree e partecipazioni statali. Sebbene tale meccanismo fosse finalizzato a fornire safe asset europei per stabilizzare i mercati finanziari fino al pieno recupero dei mercati nazionali, suscitò preoccupazioni riguardo alla sovranità nazionale e alla possibile cessione di asset strategici, come riserve. Inoltre, alla luce della discussione precedente, avrebbe comportato un aumento, comunque, delle garanzie nazionali a copertura del debito, cosa che i singoli Stati avrebbe potuto fare in sede separata.

Questa proposta, tuttavia, stimolò un vivace dibattito tra gli economisti, che esplorarono possibili schemi per la gestione comune di una parte dei debiti nazionali, ad esempio attraverso un fondo di ammortamento in grado di ritirare titoli emessi a livello nazionale ed emettere strumenti comuni europei. Il tema è stato nuovamente affrontato nel 2021, in occasione della Giornata Mondiale del Risparmio e in successive proposte, come quella di Giavazzi, Guerrieri e Lorenzoni (2021), che hanno evidenziato come l'emissione di debito comune, collateralizzato rispetto ai debiti sovrani nazionali, possa rappresentare un passo verso la creazione di strumenti finanziari sicuri.

In sintesi, l'idea di collateralizzare un debito europeo mediante i debiti nazionali presenta potenziali vantaggi, tra cui la riduzione dei costi di finanziamento e la creazione di *safe assets* in grado di diversificare l'esposizione sovrana degli intermediari finanziari. Tuttavia, solleva anche importanti interrogativi in merito alla gestione del rischio, agli effetti redistributivi e alle implicazioni sulla sovranità fiscale degli Stati membri. La realizzazione di un simile progetto richiederebbe pertanto un impegno politico condiviso e un rinnovato approccio alla governance fiscale europea, capace di integrare in modo coerente le politiche nazionali con quelle sovranazionali.

### **Debito europeo e Banca Centrale Europea**

La nascita di un *safe asset* europeo non è necessariamente vincolata alle politiche o alle operazioni della Banca Centrale Europea (BCE). Pur essendo la base monetaria della banca centrale l'esempio più chiaro di attività finanziaria sicura, ciò non implica il coinvolgimento diretto della BCE nella creazione di altri strumenti considerati privi di rischio. In linea teorica, qualunque agente economico — banche, intermediari finanziari, Stati sovrani o agenzie europee — può emettere titoli percepiti come sicuri, purché siano garantiti il rimborso in ogni scenario macroeconomico e una larga accettazione sul mercato, a sostegno della loro liquidità.

Nella pratica, tuttavia, il confine tra politica monetaria e politica fiscale risulta meno netto. Negli Stati Uniti, per esempio, è diffusa la percezione che il Tesoro non possa mai fare default, poiché la Federal Reserve, se necessario, interverrebbe per garantirne la solvibilità. Questa convinzione tende ad allineare i titoli di Stato alla base monetaria in termini di affidabilità, facilitandone il riconoscimento come *safe assets*.

In Europa, i Trattati vietano esplicitamente la monetizzazione diretta del debito pubblico da parte della BCE. Ciononostante, i rapporti tra le due sfere di politica economica si rivelano, nei fatti, più flessibili di quanto stabilito sulla carta. Le recenti operazioni non convenzionali, come il Quantitative Easing, hanno ulteriormente evidenziato questa interdipendenza anche nell'Eurozona. Inoltre, oggi, la normalizzazione del bilancio della BCE non può avvenire troppo rapidamente senza sollevare interrogativi sulla sostenibilità dei debiti sovrani, a testimonianza del ruolo significativo che la banca centrale esercita, seppur in modo indiretto, sulla stabilità dei mercati finanziari e sulla solvibilità degli Stati stessi.

Al di là di tali interconnessioni implicite, la politica monetaria può favorire la creazione di attività liquide attraverso il rifinanziamento del sistema bancario. L'accettazione di determinati titoli come garanzia nelle operazioni di liquidità della BCE ne incrementa il valore, assimilando tali strumenti a un mezzo di scambio. Se un

ipotetico debito europeo fosse percepito come sicuro e ammesso come collaterale in queste operazioni, si rafforzerebbe ulteriormente la sua natura di *safe asset*.

Infine, nelle moderne economie monetarie, la base monetaria è emessa dalle banche centrali prevalentemente a fronte dell'acquisto di titoli, sebbene ciò non costituisca una condizione obbligatoria per un regolare funzionamento del sistema monetario. Con un graduale ritorno a bilanci della BCE simili a quelli precedenti la crisi finanziaria, caratterizzati da una più marcata presenza di titoli a breve termine, un eventuale debito europeo incluso tra gli attivi dell'Eurosistema potrebbe assumere un ruolo centrale nell'architettura finanziaria dell'UE, contribuendo ulteriormente il suo status di *safe asset* e contribuendo alla stabilità e all'efficienza del mercato dei capitali europeo.

#### **4. Safe asset europei**

I safe asset europei emessi dall'Unione Europea e dall'Eurozona provengono da quattro istituzioni sovranazionali, ciascuna con basi giuridiche differenti.

Il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) non è fondato direttamente sui Trattati dell'UE, ma costituisce un veicolo finanziario intergovernativo di diritto lussemburghese, creato nel 2010 dai 17 paesi originari dell'area euro per fornire assistenza finanziaria temporanea agli Stati membri in difficoltà. Non vi partecipano Lettonia, Lituania e Croazia, entrate successivamente nell'eurozona. Il FESF dispone di un capitale limitato e le sue obbligazioni erano garantite dai 17 Stati fondatori, con una copertura rafforzata fino al 165% da parte dei sei paesi con rating più elevato (Germania, Francia, Paesi Bassi, Austria, Finlandia e Lussemburgo) (Anev Janse, 2023). Con l'istituzione del Meccanismo europeo di stabilità, ha cessato di concedere nuovi prestiti ma continua a gestire quelli esistenti.

Il Meccanismo europeo di stabilità (MES) è un'organizzazione intergovernativa di diritto internazionale, istituita nel 2012 con il compito di fornire assistenza finanziaria permanente agli Stati membri dell'Eurozona. Ha una struttura patrimoniale solida, con un capitale sottoscritto di circa 704,8 miliardi di euro, di cui 80,5 miliardi effettivamente versati. La sua capacità di prestito è pari a 500 miliardi di euro, di cui circa 295 già impegnati. Il MES svolge anche il ruolo di meccanismo di backstop per il Comitato Unico di Risoluzione (SRB) e partecipa alla definizione dei programmi futuri di sostegno.

La Banca europea per gli investimenti (BEI) è la maggiore banca multilaterale al mondo ed è di proprietà dei 27 Stati membri dell'UE. Ha un capitale sottoscritto di 243 miliardi di euro, di cui circa 22,6 miliardi versati, e finanzia progetti infrastrutturali e di sviluppo, sia all'interno che all'esterno dell'UE. Le sue emissioni

obbligazionarie superano i 420 miliardi di euro, con un rating molto elevato grazie al sostegno congiunto degli Stati membri.

L'Unione Europea (UE) emette titoli sostenuti dal bilancio comune e dalle garanzie degli Stati membri, pur senza disporre di capitale versato come le altre istituzioni. I programmi SURE e Next Generation EU (NGEU) rappresentano le iniziative più rilevanti: SURE prevede garanzie pari al 25% dell'importo per ciascun paese partecipante, mentre il NGEU si fonda sul bilancio pluriennale dell'UE e su nuove risorse proprie. I fondi raccolti vengono destinati sia a prestiti a tassi favorevoli, sia a sovvenzioni a fondo perduto.

A differenza delle altre istituzioni, l'Unione Europea presenta alcune caratteristiche proprie di uno Stato sovrano: dispone di un bilancio garantito dagli Stati membri, ha personalità giuridica propria e competenze normative definite dai Trattati, utilizza una moneta comune amministrata da una banca centrale indipendente (la BCE) e attribuisce la cittadinanza europea, ai sensi dell'articolo 20 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea.

Al 28 febbraio 2025, queste quattro istituzioni sovranazionali avevano emesso complessivamente 1.326 miliardi di euro in obbligazioni denominate in euro. L'UE è il principale emittente con 609 miliardi di euro (di cui NGEU 66%, SURE, 18%, EFSM 8%, MFA - Macro-Financial Assistance - 3%, MFA+ - Ucraina, Balcani, paesi del vicinato - 3%, Ukraine Facility 2%). La Figura 4 rappresenta i titoli denominati in euro stimati alla fine del 2025. La UE è la quinta emittitrice, dopo Germania, Francia, Italia e Spagna, e raggiungerà alla fine del 2026 mille miliardi di euro. È seguita dalla BEI con 422 miliardi di euro e dall'EFSF/MES con 295 miliardi di euro (Figura 4 e 5).

I rendimenti dei titoli dell'Unione Europea (UE) sono generalmente allineati a quelli di paesi con rating elevato, come Francia e Belgio, e presentano uno spread positivo rispetto ai Bund tedeschi, nonostante il rating AAA (Figura 6 e 7).

La principale differenza tra i titoli emessi dall'Unione Europea e quelli emessi da istituzioni dotate di capitale (come la BEI o il MES) risiede nel loro impatto sui bilanci pubblici. I titoli UE, come quelli legati al programma Next Generation EU (NGEU), comportano un costo fiscale effettivo per tutti i paesi membri, poiché sono garantiti dal bilancio dell'Unione. Al contrario, i titoli emessi da istituzioni capitalizzate non incidono direttamente sui conti pubblici una volta che il capitale iniziale è stato versato.

Secondo i criteri di Maastricht, il debito contratto per il versamento del capitale non aumenta il rapporto debito pubblico/PIL, in quanto la BEI e il MES sono considerati enti al di fuori del perimetro della pubblica amministrazione. Di conseguenza, il contributo statale al capitale viene registrato come attività finanziaria nel conto patrimoniale dello Stato, ovvero come investimento in equity. La parte di capitale richiamabile, invece, non ha effetto sui bilanci pubblici, a meno che non venga effettivamente versata.

I titoli emessi dall'UE possono finanziare sia prestiti sia sovvenzioni a fondo perduto, mentre la BEI e il MES sono autorizzati a erogare esclusivamente prestiti. Questi strumenti risultano particolarmente adatti a progetti pubblico-privati capaci di generare ritorni economici.

Grazie a una leva contenuta — compresa tra 2:1 e 3:1 per la BEI e fino a 6:1 per il MES — queste istituzioni riescono a mantenere un rating elevato (AAA) e a offrire strumenti che sono a tutti gli effetti safe asset europei. In linea di principio, tali modelli potrebbero essere ulteriormente capitalizzati o replicati per sostenere nuove missioni strategiche dell'Unione.

Sono già emerse proposte, da parte della Commissione Europea, per estendere questi strumenti a nuovi ambiti, tra cui un Fondo Sovrano Europeo per sostenere l'industria strategica e una European Hydrogen Bank. È attualmente in discussione anche l'ipotesi di creare un fondo europeo da 500 miliardi per la difesa. Strumenti di questo tipo potrebbero rafforzare l'autonomia strategica dell'Europa e contribuire al finanziamento di priorità comuni.

#### **4.1. Rischio e liquidità dei safe asset europei**

I safe asset europei presentano tre caratteristiche fondamentali: alta qualità creditizia, capacità di mantenere valore anche in contesti di mercato avversi e un'elevata liquidità.

Dal punto di vista del rischio, tutti i titoli emessi a livello europeo godono di rating elevati. L'Unione Europea, in particolare, beneficia della solidità economica degli Stati membri, con un rating medio ponderato attorno ad AA-, di una base giuridica robusta e di meccanismi straordinari di sostegno che rafforzano la sua capacità di rimborso (Scope Ratings, 2024).

I titoli dell'UE detengono valutazioni di massimo livello: AAA/Aaa da Fitch, Moody's, Scope e DBRS, e AA+ da Standard & Poor's, tutti con outlook stabile.

Il programma Next Generation EU ha rappresentato un punto di svolta per l'Unione Europea, avvicinandola ai grandi emittenti sovrani grazie a una strategia di

finanziamento più strutturata. La Commissione ha adottato un approccio simile a quello delle principali Tesorerie, costruendo una curva dei rendimenti completa (da tre mesi a trent'anni) e facendo ricorso a emissioni regolari tramite aste e sindacazioni, sostenute da una rete di dealer primari. Quest'ultima svolge un ruolo cruciale nel garantire la liquidità dei titoli e facilitare un collocamento efficace sia sul mercato primario che su quello secondario.

L'interesse degli investitori si è mantenuto elevato, con una domanda sistematicamente superiore all'offerta. Il debito emesso nell'ambito del NGEU segna un passo significativo verso la creazione di un vero safe asset europeo, stabile e di lungo termine. Tuttavia, per consolidare questo ruolo, il programma dovrebbe diventare permanente e incrementare le dimensioni delle emissioni, rafforzando ulteriormente la curva di riferimento.

Grazie all'elevata qualità creditizia e al crescente profilo di liquidità, le obbligazioni europee sono ormai riconosciute come veri e propri asset sicuri. Esse contribuiscono anche a rafforzare il ruolo internazionale dell'euro, accrescendone la credibilità sui mercati dei capitali globali rispetto ad altre valute di riferimento, come il dollaro.

#### **4.2. Liquidità dei titoli sovranazionali europei**

I titoli sovranazionali europei, emessi da istituzioni come BEI, MES e UE (tramite i programmi NGEU e SURE), stanno assumendo un ruolo crescente nei mercati globali. Posizionati tra i titoli sovrani e le obbligazioni corporate investment grade, offrono un profilo interessante per una vasta gamma di investitori istituzionali (Khadbai, 2024).

La domanda rimane solida, trainata da banche centrali, fondi pensione e compagnie assicurative, attratti dalla combinazione di sicurezza e liquidità. Negli ultimi anni, la liquidità è migliorata grazie all'incremento delle emissioni, soprattutto a seguito della pandemia e dei programmi straordinari dell'UE.

Tuttavia, il turnover resta inferiore rispetto ai benchmark sovrani come i Bund o i BTP. Nonostante ciò, i principali market maker garantiscono spread bid-ask contenuti, in particolare sulle scadenze benchmark (Scope Ratings, 2024). Inoltre, la normativa di Basilea III e Solvency II incentiva la detenzione a lungo termine di questi titoli, contribuendo a una minore rotazione sul mercato secondario (ECB, 2024).

Rispetto alle emissioni corporate investment grade o sub-sovrane, i titoli sovranazionali europei mostrano una migliore liquidità. L'adozione, da parte dell'UE, di una strategia di emissione analoga a quella degli emittenti sovrani – con aste

regolari e sindacazioni sulle scadenze chiave (2, 5, 10, 20 e 30 anni) – ha rafforzato la gestione della curva dei rendimenti.

L'integrazione nei principali indici globali (Bloomberg Barclays, Euro Aggregate, FTSE Russell, JP Morgan) ha favorito la domanda di Exchange-Traded Fund( ETF) e fondi indicizzati, contribuendo a una maggiore profondità del mercato. Tuttavia, l'esclusione da alcuni panieri, come ICE (Indice Corporate Italia) e MSCI (Morgan Stanley Capital International), ha temporaneamente limitato il pieno riconoscimento di questi titoli come benchmark sovrani. L'eventuale inclusione nel 2025 potrebbe modificarne significativamente lo status (Khadbai, 2024).

L'inclusione negli indici dei titoli di Stato europei (EGB) e la crescente domanda da parte di fondi passivi rafforzerebbero ulteriormente il loro ruolo nei portafogli istituzionali, riducendo la percezione di strumenti “a spread” rispetto ai titoli sovrani tradizionali. Alcune banche già li includono nei portafogli governativi, al pari dei titoli legati ai tassi (ECB, 2024). Sebbene gli spread siano inferiori a quelli dei titoli francesi (OAT), la differenza si sta riducendo grazie ai progressi in termini di governance e infrastrutture di mercato. Tra le priorità future figurano lo sviluppo di un mercato repo europeo e l'eventuale lancio di contratti futures dedicati (ECB, 2024).

Le obbligazioni dell'UE sono accettate come collaterale nelle operazioni BCE (LTRO, TLTRO) e incluse nei programmi di acquisto titoli PSPP e PEPP, rafforzando la loro classificazione tra gli asset sicuri del sistema finanziario (ECB, 2024).

Nel contesto dell'Unione dei Mercati dei Capitali, è in discussione la possibilità che i bond UE possano evolversi fino a rappresentare la nuova curva risk-free sovranazionale dell'Eurozona, complementare ai Bund tedeschi.

La creazione della rete di primary dealers ha rafforzato la liquidità sul mercato secondario, avvicinando la gestione delle emissioni UE agli standard delle principali tesorerie sovrane. L'espansione degli ETF dedicati ai sovranazionali ha inoltre ampliato la base di investitori, includendo anche il segmento retail (ECB, 2024).

Questi titoli offrono spread più ampi ma più stabili rispetto alle obbligazioni corporate investment grade. Tuttavia, la loro performance di lungo termine resta condizionata dalla forte correlazione con gli swap sui tassi e dall'assenza di contratti futures dedicati. Inoltre, l'assenza di un robusto programma di securities lending limita ulteriormente la piena efficienza del mercato rispetto ai titoli governativi (Scope Ratings, 2024).

Nonostante ciò, l'integrazione nei principali indici sovrani globali e l'adozione di prassi più avanzate stanno progressivamente trasformando questi strumenti in componenti chiave del mercato obbligazionario europeo (Khadbai, 2024). Con l'aumento del volume emesso e l'interesse crescente da parte degli investitori internazionali, la loro liquidità è destinata a migliorare ulteriormente.

Secondo l'UE, la liquidità degli E-bond si sta avvicinando a quella dei principali titoli sovrani. La correlazione con il paniere Germania-Francia si attesta al 99%, con un extra-rendimento medio di 26 punti base sulla scadenza a 5 anni e fino a 31 punti base su quella a 30 anni (UE Investor Presentation, 2024).

Come osserva la BCE (ECB, 2024), le obbligazioni UE soddisfano molti dei criteri comuni di safe asset. Tuttavia, la natura temporanea dei programmi NGEU e SURE e la persistente percezione prudente da parte del mercato limitano il pieno riconoscimento di queste emissioni. Il rafforzamento delle infrastrutture di mercato – inclusa la possibile introduzione di futures dedicati – potrebbe colmare questo divario.

Infine, la BCE segnala che le analisi sull'impatto di questi strumenti sull'integrazione finanziaria europea sono ancora preliminari, ma sottolinea come l'aumento dei volumi emessi nei prossimi anni sarà cruciale per valutarne il potenziale effetto sistemico (ECB, 2024).

## **5. Conclusioni**

L'Unione Europea ha dimostrato di poter emettere titoli sicuri e ben accolti dal mercato attraverso i programmi NGEU e SURE. Questi strumenti hanno migliorato la liquidità e rafforzato il ruolo dell'UE nel mercato globale dei safe asset. Tuttavia, la loro natura rimane legata a contesti straordinari e di emergenza, piuttosto che a una strategia strutturale e di lungo periodo. Parallelamente, anche i titoli emessi dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e dal Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) hanno visto un miglioramento del profilo di liquidità, offrendo una gamma diversificata di strumenti scambiati attivamente sui mercati secondari.

La limitata capacità fiscale autonoma dell'UE e l'assenza di un bilancio centrale sufficientemente ampio rappresentano ostacoli fondamentali alla creazione di un safe asset europeo permanente e credibile. La frammentazione fiscale tra gli Stati membri continua a frenare lo sviluppo di una capacità di emissione comune stabile nel tempo.

In questo contesto, i fondi a capitalizzazione rappresentano una soluzione politicamente più gestibile. Consentono di accumulare risorse nel tempo con un impatto relativamente contenuto sui bilanci pubblici nazionali, e possono facilitare la

creazione di strumenti di debito europei, contribuendo a una maggiore stabilità finanziaria e flessibilità operativa.

Un ruolo chiave è già oggi svolto dalla BEI e dal MES. La BEI è al centro del finanziamento di progetti strategici, attraverso partenariati pubblico-privati (PPP), in settori cruciali come la transizione ecologica, la digitalizzazione e la modernizzazione delle infrastrutture. Il MES, invece, fornisce strumenti per la stabilità macrofinanziaria e potrebbe rafforzare ulteriormente il proprio ruolo a sostegno di emissioni comuni o essere ridefinito per nuove missioni europee.

Tuttavia, come spesso ricordato, non esistono “pasti gratis”. Un rafforzamento della capacità fiscale europea richiederà una riallocazione efficiente delle risorse. Le spese attribuite al livello europeo dovranno essere in larga parte sostitutive di quelle nazionali e non aggiuntive, al fine di evitare un incremento complessivo della spesa pubblica e della pressione fiscale.

Le risorse centralizzate dovrebbero essere impiegate per finanziare veri beni pubblici europei, come la difesa, la sicurezza energetica, la digitalizzazione, l’innovazione e le infrastrutture transfrontaliere, senza sovrapporsi o duplicare programmi già esistenti a livello nazionale.

In conclusione, solo un mix equilibrato tra emissioni comuni strutturali, fondi a capitalizzazione e una revisione mirata del bilancio europeo potrà permettere all’Unione di dotarsi di un vero safe asset europeo: uno strumento stabile, efficace e credibile, in grado di rispondere alle sfide macroeconomiche e geopolitiche del futuro.

La creazione di un safe asset europeo permanente consentirebbe inoltre di offrire al mercato un titolo ad alto merito creditizio, capace di favorire la diversificazione dei portafogli degli investitori istituzionali, facilitare l’integrazione dei mercati finanziari e rafforzare la trasmissione della politica monetaria. Contestualmente, rappresenterebbe un impulso decisivo verso l’unione dei mercati dei capitali e l’integrazione del sistema bancario europeo, aumentando la resilienza del settore finanziario e consolidando il ruolo dell’euro come valuta internazionale di riferimento.

Tuttavia, il percorso verso un safe asset europeo non è privo di rischi. L’aumento senza precedenti del debito pubblico globale. Le incertezze legate alle politiche economiche e geopolitiche dell’amministrazione statunitense, unite al ritorno di tensioni commerciali, stanno spingendo gli investitori verso titoli del Tesoro americano a breve termine, segnalando timori diffusi sulle prospettive fiscali future. In Europa, la decisione del governo guidato da Friedrich Merz di sospendere il limite

al debito tedesco ha già innescato un rialzo dei rendimenti sui Bund, con effetti che si stanno progressivamente trasmettendo anche agli altri titoli sovrani dell'area euro. Sebbene la domanda di safe asset resti elevata, il rapido mutamento delle condizioni macrofinanziarie impone cautela: un'espansione strutturale del debito comune potrebbe aumentarne il rischio implicito e il costo di finanziamento.

**Figure e Tabelle**

**Fig. 1 – Tassi reali a 10 anni di USA, Eurozona, Giappone (1992-2025)**



**Note alla figura:** Tassi d’interesse reali sui titoli di stato di riferimento a 10 anni di [Stati Uniti](#), [Eurozona](#), e [Giappone](#) sono resi disponibili dall’ *ECB Data Portal* gestito dalla Banca Centrale Europea.

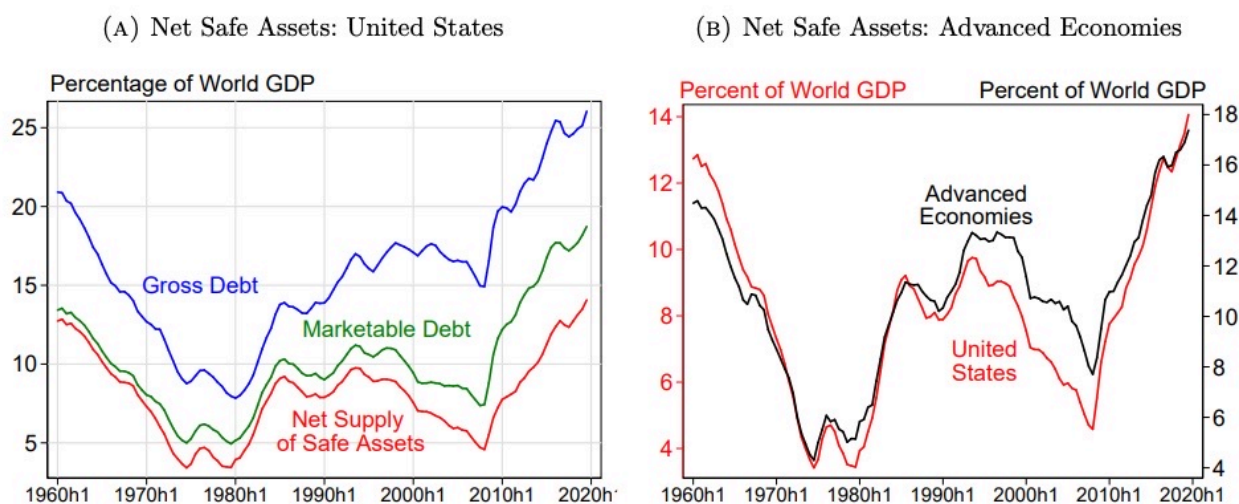
**Tab 1. Debiti pubblici delle maggiori economie OCSE ed i detentori per tipologia  
(2023, valori in trilioni di dollari USA)**

	Rating S&P	Debito Pubblico Totale	Debito/PIL	Estero	Estero Ufficiale *	Banche Centrali Domestiche	Banche Estere	Estero Non Banche	Banche Domestiche	Non Banche Domestiche
Australia	AAA	0,8	49%	34%	24%	20%	1%	9%	9%	37%
Austria	AA+	0,4	77%	60%	17%	24%	9%	35%	8%	7%
Belgio	AA	0,6	105%	52%	13%	19%	7%	32%	11%	18%
Canada	AAA	2,0	96%	24%	12%	11%	2%	10%	17%	48%
Danimarca	AAA	0,1	29%	30%	17%	0%	3%	7%	6%	67%
Finlandia	AA+	0,2	75%	49%	24%	24%	8%	20%	19%	5%
Francia	AA	3,3	112%	50%	18%	21%	3%	28%	15%	15%
Germania	AAA	2,8	63%	45%	28%	27%	1%	16%	19%	9%
Grecia	BB+	0,3	161%	76%	73%	10%	3%	0%	9%	5%
Italia	BBB	3,0	137%	28%	7%	25%	6%	8%	26%	26%
Corea	AA	0,7	47%	21%	13%	1%	1%	12%	19%	54%
Paesi Bassi	AAA	0,5	46%	40%	26%	28%	2%	8%	14%	22%
Nuova Zelanda	AA+	0,1	47%	42%	10%	28%	2%	24%	19%	17%
Portogallo	BBB+	0,3	99%	42%	25%	24%	2%	21%	10%	18%
Spagna	A	1,7	107%	40%	11%	26%	8%	21%	19%	15%
Svizzera	AAA	0,2	25%	14%	10%	1%	4%	0%	11%	74%
Svezia	AAA	0,2	31%	19%	18%	17%	4%	2%	20%	39%
Eurozona	n.d	12,9	89%	38%	15%	30%	8%	25%	25%	45%
Stati Uniti	AA+	31,0	121%	28%	13%	15%	2%	9%	9%	56%
Regno Unito	AA	3,4	101%	29%	18%	27%	1%	12%	4%	38%
Giappone	A+	8,7	263%	14%	16%	46%	1%	7%	2%	28%

\* Banche centrali degli altri paesi e prestiti

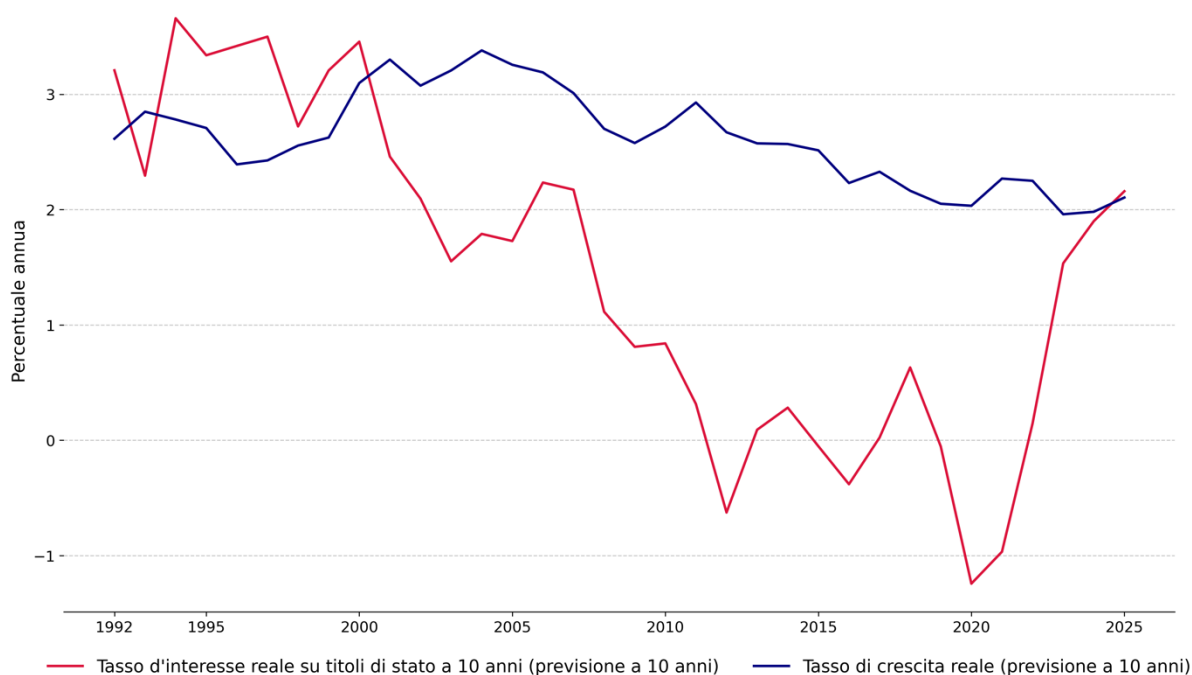
Fonte: nostre elaborazioni su dati FMI, Base degli investitori di debiti sovrani per economie avanzate. Le principali fonti di dati includono: Statistiche bancarie internazionali della Banca per i Regolamenti Internazionali; BCE; Eurostat; Statistiche finanziarie internazionali del Fondo Monetario Internazionale (IFS); Indagine coordinata sugli investimenti in portafoglio del Fondo Monetario Internazionale (CPIS); Composizione valutaria delle riserve ufficiali di cambio del Fondo Monetario Internazionale (COFER); Statistiche trimestrali sui debiti esterni Fondo Monetario Internazionale-Banca Mondiale. Nota: Il debito pubblico indica il debito lordo del governo generale su base consolidata, escludendo le partecipazioni intergovernative. Le banche domestiche sono le società di deposito residenti nel paese (definizione IFS). Le banche estere sono le banche dichiaranti del BIS residenti al di fuori del paese. Le autorità estere includono le partecipazioni delle banche centrali estere come riserve valutarie, le partecipazioni SMP delle banche centrali estere e i prestiti ufficiali esteri. I non-bancari esteri e i non-bancari domestici sono imputati dal debito esterno e totale. I dati per l'Eurozona sono dati Eurostat (2023).

**Fig 2. - Domanda di titoli di Stato USA e delle Economie Avanzate 1960-2020  
(in percentuale del PIL mondiale)**



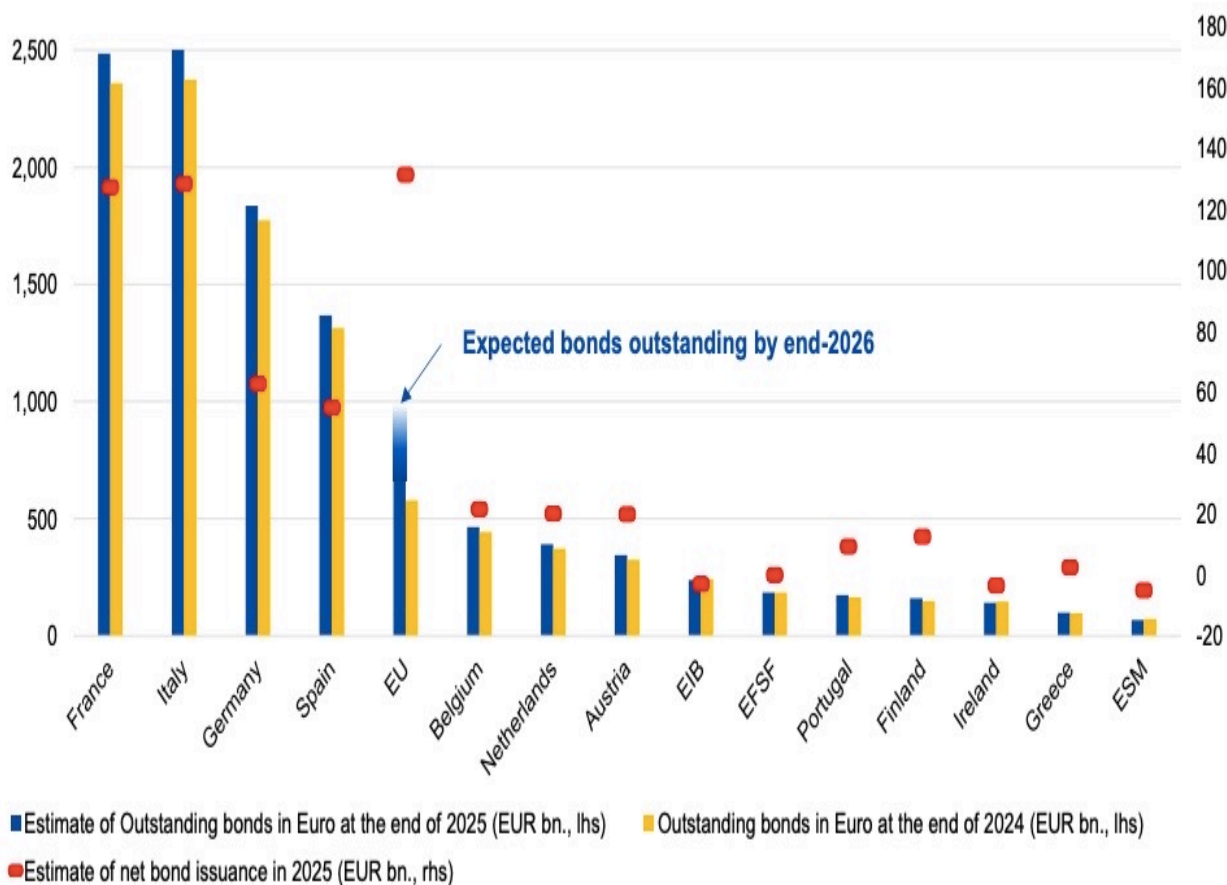
Nota: Tutte le cifre sono in percentuale del PIL mondiale. Il debito lordo è il debito governativo lordo degli Stati Uniti. Il debito negoziabile include obbligazioni governative che sono trasferibili e possono essere acquistate e vendute sul mercato secondario. Gli “safe asset” netti sono debiti negoziabili in mano al settore privato, ossia esclude le detenzioni governative estere dal debito negoziabile totale. La misura della fornitura netta di “safe asset” per le economie avanzate include obbligazioni dei governi degli Stati Uniti, della Germania, della Francia e del Regno Unito.

Fonte: Ferreira e Shousha (2021).

**Fig. 3 - Previsioni di crescita e tasso di interesse reale (1992-2025)**

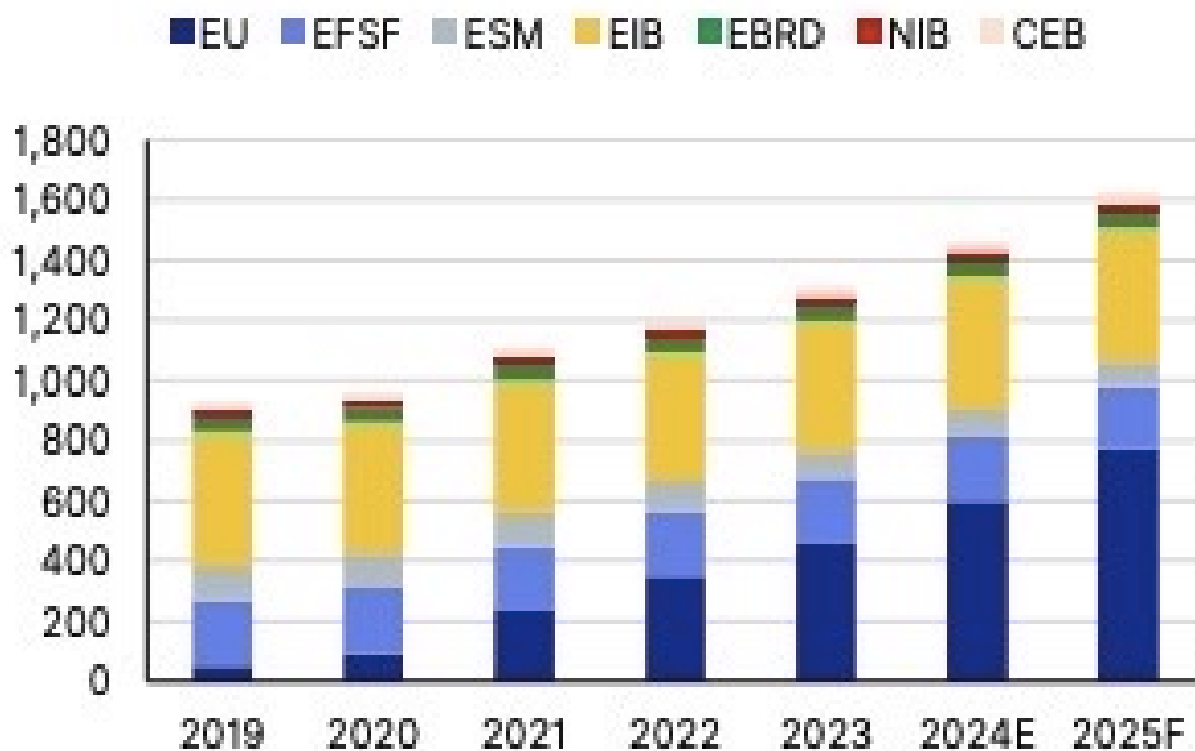
**Note alla figura:** [Il tasso d'interesse nominali sui titoli di stato di riferimento a 10 anni degli Stati Uniti](#) è reso disponibile dalla banca dati della *Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED*. Le previsioni (medie) a 10 anni del [tasso d'inflazione](#) e del [tasso di crescita reale](#) sono rese disponibili dal *Survey of Professional Forecasters* condotto dalla *Federal Reserve Bank of Philadelphia*. La previsione del tasso d'interesse reale è calcolata sottraendo al tasso d'interesse nominale la previsione (media) a 10 anni del tasso di inflazione.

**Fig. 4 – Titoli denominati in euro – stimati entro la fine del 2025  
(miliardi di euro)**



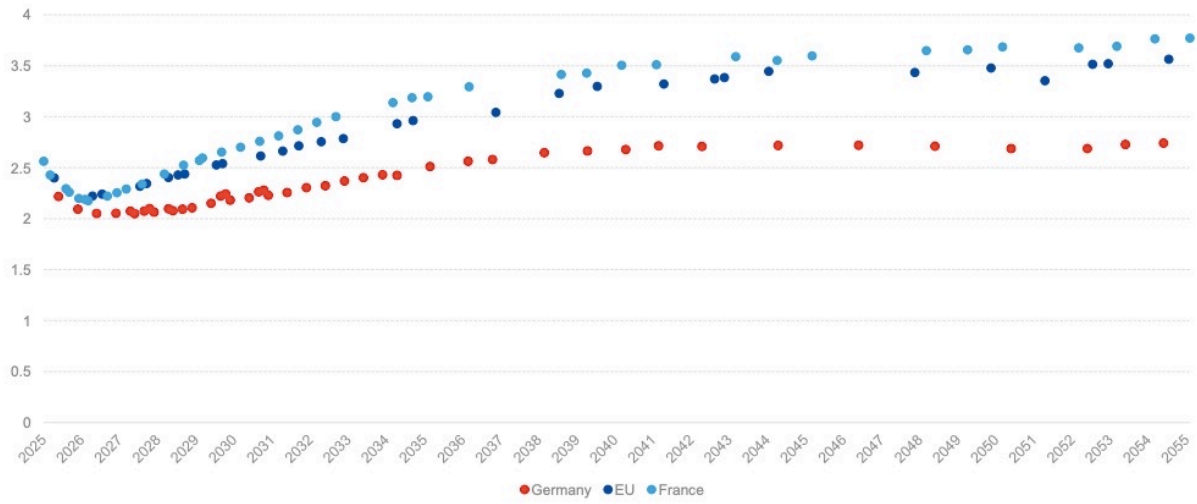
Fonte: EU Investor Presentation, 28 febbraio 2025.

**Fig. 5 – Obbligazioni sovranazionali UE – 2025**  
(miliardi di euro)



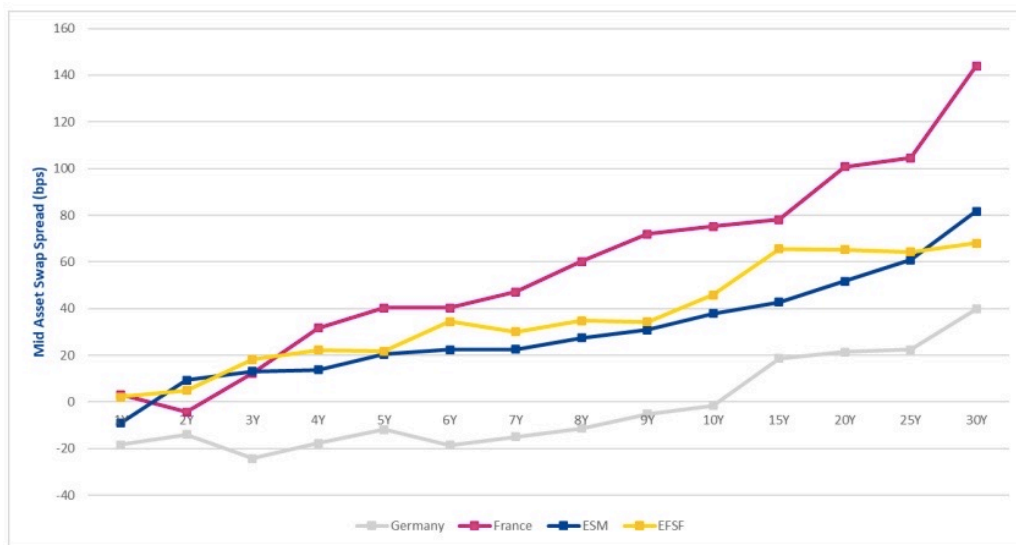
Fonte: Issuers, Scope Ratings.

**Fig. 6 – Curva dei rendimenti dei bond dell’UE, francesi e tedeschi**



Fonte: Commissione europea (febbraio 2025) su dati Bloomberg.

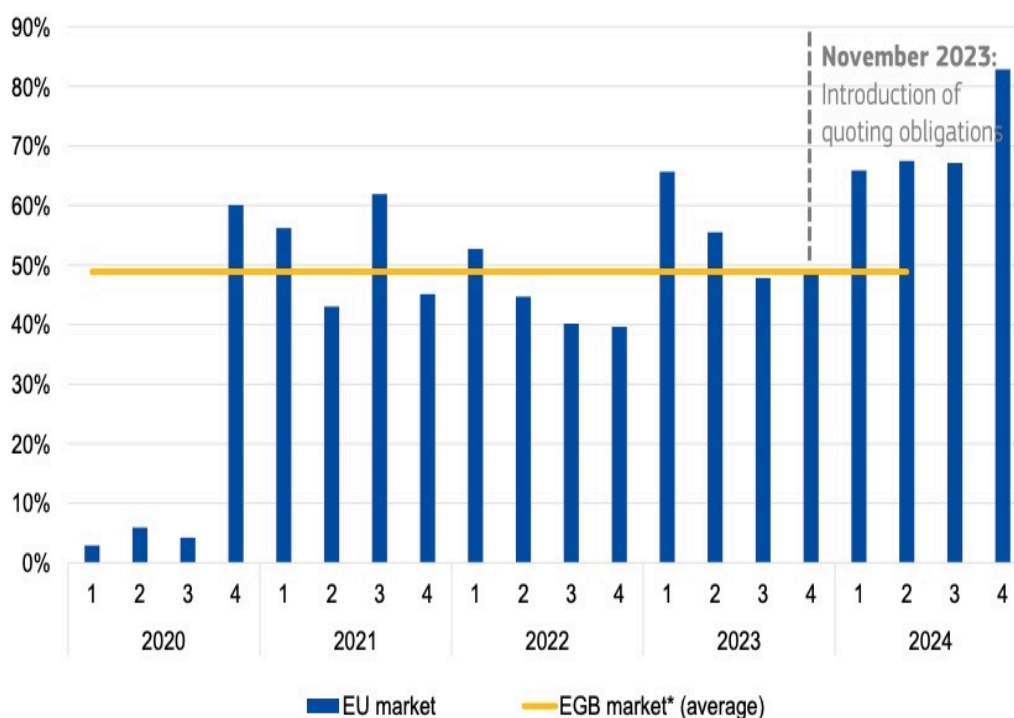
**Fig. 7 - EMS e EFSF - Mid Asset Swap Spread Germania e Francia**



Fonte: EMS/EFSF su dati Bloomberg 13 dicembre 2024.

**Fig. 8 – Liquidità dei bond dell’UE simile a quella dei titoli di Stato europei**

Turnover trimestrale del mercato secondario delle obbligazioni dell’UE e dei titoli di Stato europei (% del volume in circolazione)



Fonte: Commissione europea (febbraio 2025)

Nota: Il mercato dei titoli di Stato europei (European Government Bond – EGB) qui comprende i titoli sovrani dell’area euro, il Fondo europeo di stabilità finanziaria e il Meccanismo europeo di stabilità.

## Riferimenti

Agarwal, R., 2022. *The Fear Economy: A Theory of Output, Interest, and Safe Assets*. Washington, DC: International Monetary Fund.

Anev Janse, K., 2023. Developing European Safe Assets. *Intereconomics*, 58(6), pp.350-354.

Blanchard, O., 2019. Public debt and low interest rates. *American Economic Review*, 109(4), pp.1197-1229.

Blanchard, O., 2023. *Fiscal Policy under Low Interest Rates*. Cambridge, MA: MIT Press.

Brunnermeier, M.K., Langfield, S., Pagano, M., Reis, R., Van Nieuwerburgh, S. & Vayanos, D., 2017. ESBies: Safety in the tranches. *Economic Policy*, 32(90), pp.175–219.

Commissione Europea, 2020. *NextGenerationEU – Recovery Plan for Europe*. Brussels: European Commission.

Buti, M., Coloccia, A. & Messori, M., 2023. European Public Goods. In: *Financing Investment in Times of High Public Debt*, p.191.

Buti, M. & Messori, M., 2024. Integrazione europea e beni pubblici: il ruolo di preferenze eterogenee. Available at: [https://www.astrid-online.it/static/upload/protected/buti/buti-messori\\_integrazione-europea-e-beni-pubblici\\_rass.pdf](https://www.astrid-online.it/static/upload/protected/buti/buti-messori_integrazione-europea-e-beni-pubblici_rass.pdf) [Accessed 17 Mar. 2025].

Caballero, R.J., Farhi, E. & Gourinchas, P.O., 2017. The “safe asset” shortage conundrum. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), pp.29-46.

Cipolla, C., 1967. *Money, Prices, and Civilization in the Mediterranean World*. New York: Gordon Press Inc.

Draghi, M., 2023. *The Next Flight of the Bumblebee: The Path to Common Fiscal Policy in the Eurozone*. Cambridge, MA.

EIB, 2024. Financial Integration and Structure in the Euro Area. Available at: [https://www.ecb.europa.eu/press/fie/box/html/ecb.fiebox202406\\_06.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/fie/box/html/ecb.fiebox202406_06.en.html) [Accessed 17 Mar. 2025].

ESRB, 2018. *Sovereign Bond-Backed Securities: A Feasibility Study*. European Systemic Risk Board.

- Ferreira, T. & Shousha, S., 2023. Determinants of global neutral interest rates. *Journal of International Economics*, 145.
- German Council of Economic Experts, 2011. *Assume Responsibility for Europe*. Annual Report 2011/12.
- Giavazzi, F., Guerrieri, V. & Lorenzoni, G., 2021. Revising the European Fiscal Framework.
- Giavazzi, F., 2024. Una ricetta Hamilton per l'Europa. *Corriere della Sera*, 20 April.
- Giavazzi, F., 2025. I principi fondanti. *Corriere della Sera*, 17 March.
- Gorton, G., 2017. The history and economics of safe assets. *Annual Review of Economics*, 9(1), pp.547-586.
- Gorton, G. & Ordoñez, G., 2013. The Supply and Demand for Safe Assets. *NBER Working Paper* No.18732. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Khadbai, B., 2024. Sovereign index inclusion will be a 'game-changer' for EU bonds. *GlobalCapital*, 11 September.
- Krishnamurthy, A. & Vissing-Jorgensen, A., 2012. The aggregate demand for treasury debt. *Journal of Political Economy*, 120(2), pp.233-267.
- Longstaff, F.A., Mithal, S. & Neis, E., 2006. Corporate bond yield spreads: Default risk or liquidity? *Journal of Finance*, 61(5), pp.2257-2280.
- Lopez, R.S., 1951. The dollar of the Middle Ages. *Journal of Economic History*, 11, pp.209-234.
- Scope Ratings, 2024. *Supranational Outlook 2024: Strong fundamentals as institutions seek to expand lending capacity*.
- Scope Ratings, 2025. *Supranational Outlook 2025: Optimisation and climate initiatives drive balanced outlook*.
- Visco, I., 2021. Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, ACRI, Giornata Mondiale del Risparmio.
- Visco, I., 2022. Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia, 1917-2022.