

La sostenibilità del debito nella crisi di governance globale

di Pier Carlo Padoan

pubblicato in *Bancaria*, n. 1/2026

Introduzione

La sequenza e l'intreccio delle diverse crisi che il sistema globale sta attraversando da qualche anno comportano che sarà necessario negli anni a venire emettere quantità assai rilevanti di debito pubblico e privato per fronteggiare le nuove sfide generate dalla crisi.

Basti pensare di quali crisi stiamo parlando. La crisi climatica e l'esigenza di sostenere la transizione verde, la crisi tecnologica la cui velocità ed estensione producono allo stesso tempo accelerazione dell'obsolescenza e nuove opportunità di profitto. La crisi energetica frutto dei conflitti geopolitici, ma anche dalla crisi climatica, la crisi industriale esacerbata dal feroce unilateralismo commerciale della amministrazione Usa, e naturalmente le guerre guerreggiate

A seguito di queste crisi il sistema globale sta attraversando una fase di frammentazione che comprime la crescita della produttività e del prodotto. Allo stesso tempo ciascuna di queste crisi richiede ingenti investimenti per sostenere i processi di riallocazione, in capitale nelle sue varie forme, tecnologico, umano, fisico, intangibile.

Le cifre dei possibili fabbisogni variano in base agli obiettivi, l'orizzonte temporale, l'estensione geografica, ma in ogni caso l'ordine di grandezza si avvicina alle diverse centinaia di miliardi di euro su base annua.

La domanda viene spontanea. Sarà questo un debito sostenibile?

La domanda è particolarmente rilevante per l'Europa. che rispetto agli altri colossi dell'economia globale deve affrontare gli ostacoli per la definizione e l'implementazione di azioni collettive volte a sostenere il processo di integrazione tra gli stati membri.

Il tema che qui propone è che l'Europa potrà contare su debito sostenibile a condizione di aggiustare le proprie istituzioni finanziarie e non solo, continuando così a percorrere un sentiero di integrazione istituzionale che è comunque già iniziato da tempo ma che non si può dare per scontato. In particolare occorreranno innovazioni istituzionali per garantire la sostenibilità del debito

Cosa determina la sostenibilità del debito

Un indicatore standard della sostenibilità del debito è la differenza tra tasso di interesse sul debito e tasso di crescita. Se tale valore è negativo, e quindi se il tasso di crescita **g** è maggiore del tasso di interesse sul debito **r** quest'ultimo è sostenibile perché la crescita sarà tale da più che compensare l'andamento dei pagamenti per interessi. Nel caso in cui tale differenza sia invece positiva la sostenibilità del debito richiederà un surplus primario **s** positivo tale da compensare il deficit che un valore positivo di **r-g** comporta. Cioè

$$\mathbf{r-g+s=0}$$

Questa valutazione va comunque collocata nel contesto di policrisi in cui si trova l'economia globale. In particolare bisogna chiedersi se e come il debito sarà sostenibile in un contesto di frammentazione diffusa. La sostenibilità del debito dipenderà non solo dalla dimensione dell'aggiustamento fiscale e quindi dal valore di **s**, ma anche dall'impatto su **r** e su **g** degli aggiustamenti messi in atto tramite una variazione di **s**. In altri termini la relazione può essere considerata una "forma ridotta del meccanismo di sostenibilità del debito". Su questo aspetto si sono fatte ipotesi diverse. Bini Smaghi (2025) per esempio mette in guardia sulla circolarità della relazione tra **r, g**, e **s**. Va poi considerato che la differenza **r-g** dipende dai valori delle variabili che impattano separatamente su **r** e su **g**. Molto spesso invece si considerano analisi dell'impatto di **s** sulla differenza tra **r** e **g** intesa come variabile singola e non come combinazione delle due componenti, il che implica tralasciare importanti canali di trasmissione all'interno del sistema

Va comunque detto che il contesto di crisi in cui ci peggiora, a parità di altre condizioni, la sostenibilità del debito. Più precisamente la frammentazione peggiora la crescita e l'incertezza accresce il tasso di

interesse. Da questo punto di vista il quadro istituzionale esistente produce impatti significativi. Un caso specifico è quello del ruolo della zona euro. Secondo Heinberger (2023) il differenziale **r-g** è stato più avverso alla sostenibilità nei paesi della periferia dell'unione monetaria e il contrario è avvenuto per i paesi centrali, identificando una chiara divisione tra due gruppi di paesi membri, ma anche identificando una strategia di politica di stabilizzazione del debito come strategia di integrazione e, oggi, di lotta alla frammentazione.

Ricordiamo rapidamente lo stato del processo di frammentazione in Europa. A seguito dello scoppio della crisi globale, geopolitica prima che economica, l'Europa si è molto frammentata, invertendo quel processo di integrazione che ha da sempre guidato la sua crescita, anche nel suo modello istituzionale. Ed è difficile pensare che il processo di frammentazione possa invertirsi a breve.

La frammentazione a sua volta influisce sulla competitività e sulle prospettive di crescita, soprattutto nel nuovo scenario globale. La frammentazione infatti riduce l'ammontare totale di commercio e di flussi di capitale oltre a produrre una accentuazione dei fenomeni di regionalismo, che per sua stessa natura comporta una riduzione della integrazione.

Ma una risposta adeguata alla crisi è necessaria e possibile. Per costruire una tale risposta occorre far leva sugli elementi fondanti della UE diretti a rafforzare la stabilità sistemica dell'Europa anche attraverso l'innovazione istituzionale. Questa risposta passa anche per la definizione di condizioni di sostenibilità del debito senza le quali il sistema rischia di sprofondare in uno stato di forte incertezza

Frammentazione, commerciale e finanziaria.

I grafici 1 e 2 descrivono il grado di incertezza nella politica economica relativamente alla crescita e al commercio globale

In particolare il grafico 2 offre una valutazione di lungo periodo del regime di commercio globale. Il grado di protezione è andato diminuendo sia pur con oscillazioni a partire dagli anni 30, praticamente un secolo fa. La svolta definitiva, l'interruzione del processo di apertura è avvenuta con la brusca inversione da parte dell'amministrazione Trump.

L'aumento del grado di restrizione commerciale, a dire il vero è cominciato prima, ma poi si è esteso coinvolgendo merci, servizi e investimenti. (vedi

fig 3) Un fenomeno rilevante in questo quadro è l'impatto sulle catene globali del valore (fig 4), vale a dire un effetto di disgregazione strutturale sulla organizzazione della produzione. Un chiaro esempio di evento non reversibile.

Un processo analogo riguarda il sistema finanziario. Come mostra il grafico 5 ,dall inizio del fenomeno di frammentazione le transazioni finanziarie di diversa natura sono aumentate tra paesi politicamente vicini e sono invece diminuite tra i paesi politicamente distanti. Allo stesso tempo sono aumentati i conflitti militari in senso stretto (v grafico 6,). Ne risulta accelerata la necessità di una significativa riallocazione delle risorse che richiede debito rilevante.

Possiamo riassumere i punti i fin qui identificati ti come segue; la frammentazione rappresenta il risultato di scelte geopolitiche prima ancora che di dinamiche strutturali, Le conseguenze sono un rallentamento della crescita se non di vera e propria frantumazione sistemica. Inoltre sono aumentate le pressioni per una regionalizzazione degli scambi di merci e di capitale. (figura 7)

Data l'estensione della frammentazione è chiaro che la ricostruzione del sistema globale dovrebbe ripartire da una prospettiva diversa di quella che aveva prevalso nei decenni del dopoguerra, in particolare assicurando un ruolo piu importante della sicurezza e della difesa.

Anche da questo punto di vista il ruolo della dinamica del debito sarà essenziale- Nel caso europeo in particolare si puo individuare un possibile circolo virtuoso (o il suo contrario). Un andamento di $r < g$ favorevole alla sostenibilità del debito (cioe $r < g$) permette un surplus primario s piu basso, a sua volta cio produce spazio fiscale che puo essere utilizzato per accrescere g e ridurre r ,

Al contrario un iniziale andamento di $r > g$ sfavorevole ($r > g$) puo innescare un circolo vizioso che conduce alla insostenibilità. Questo quadro si puo estendere alla partecipazione all'euro. Paesi appartenenti al nucleo centrale possono beneficiare di un giudizio favorevole dei mercati che innescherà, tramite un calo di r - un circolo virtuoso. Al contrario per i paesi del nucleo esterno. Ne deriverebbe una fragilità crescente all interno dell'Europa

Fig 1 Incertezza sulla politica economica e commerciale

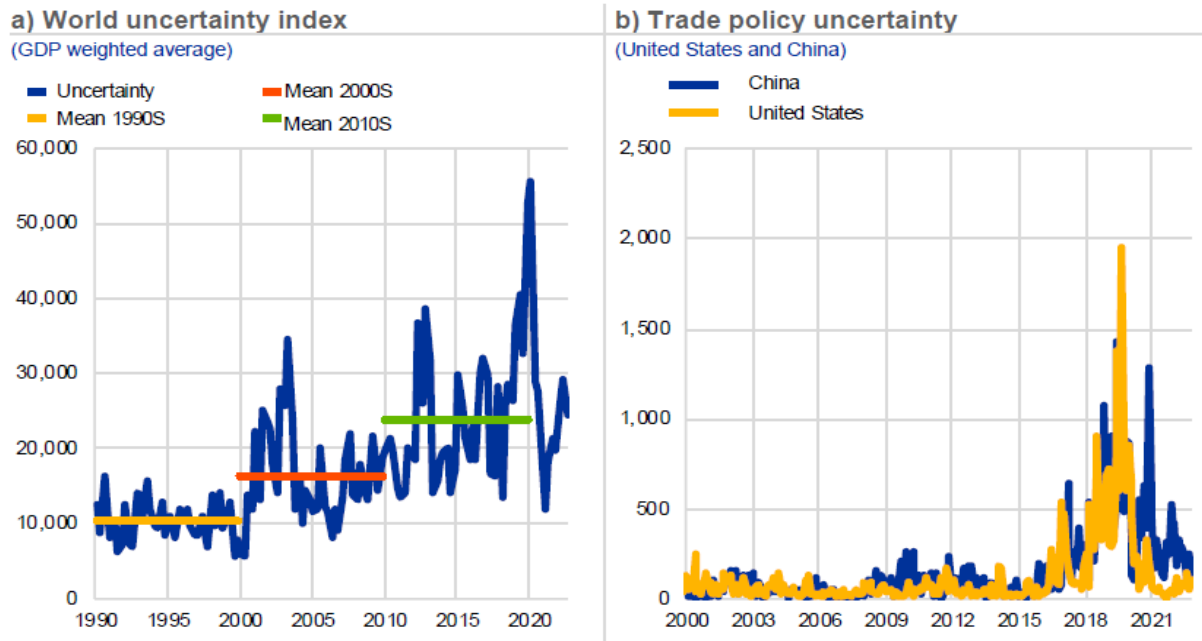


Figura 2 la protezione commerciale nel lungo periodo

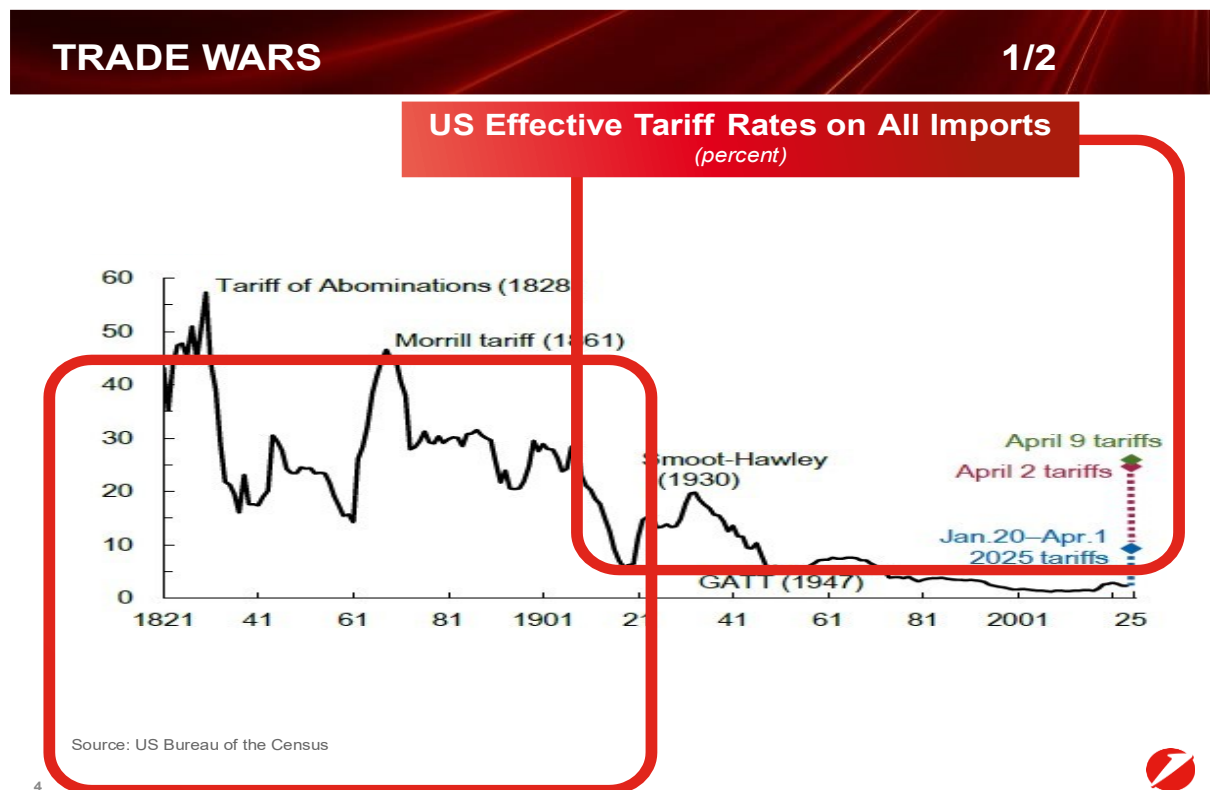


Figura 3 la protezione commerciale nel breve periodo

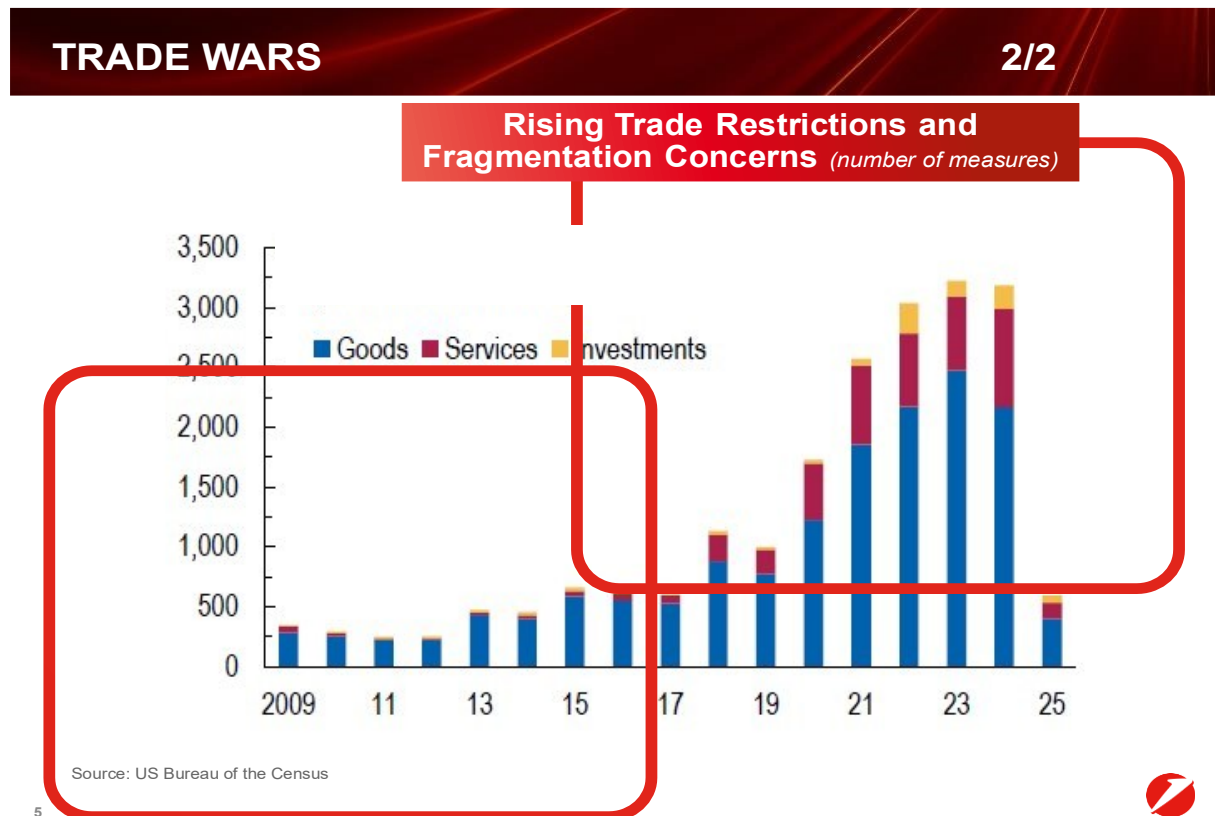


Figura 4 pressione sulle catene del valore

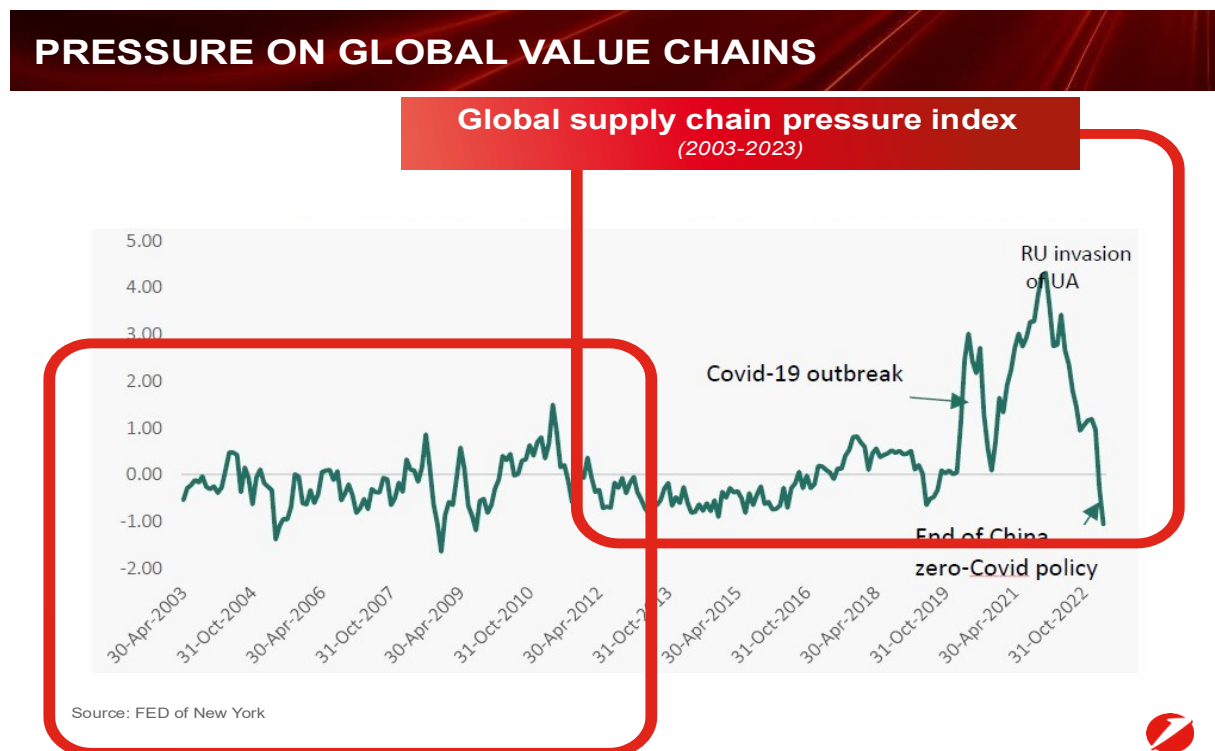


Figura 5 frammentazione finanziaria

FINANCIAL FRAGMENTATION ON THE RISE AS WELL

Direct & Portfolio Investment, Banking Claims
(pp, relative to world portfolio)

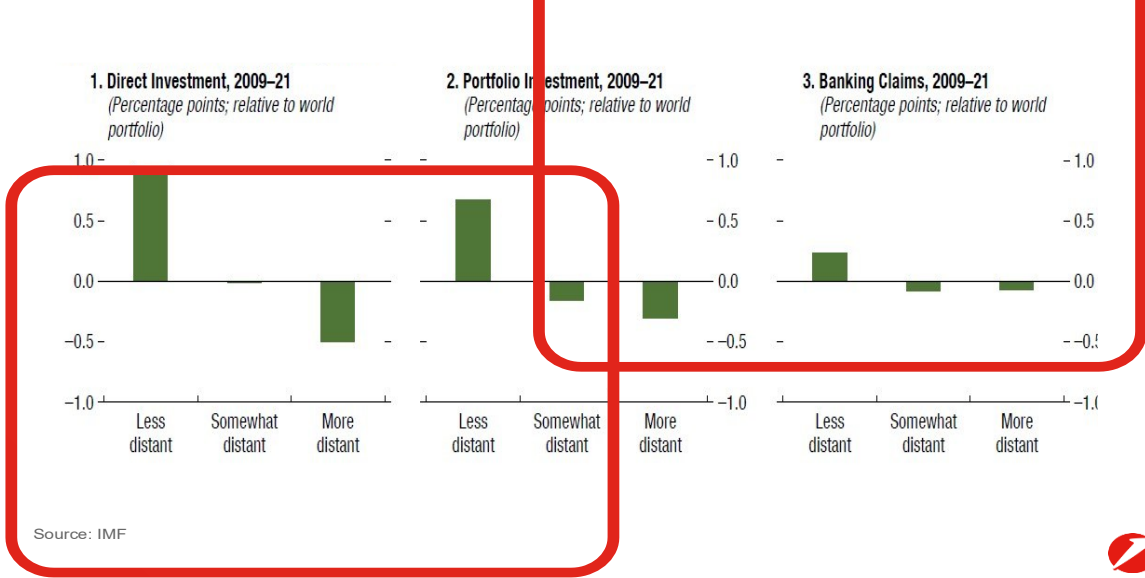


Figura 6 conflitti militari

RISING MILITARY CONFLICTS

International Military Conflicts
(2010-2021, number of conflicts)

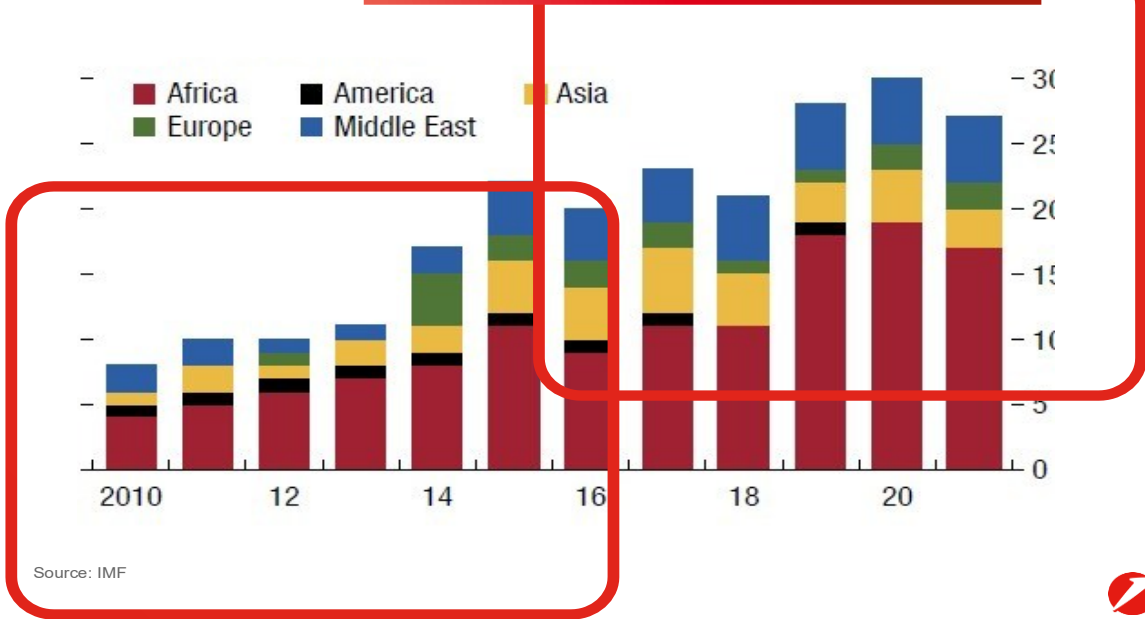
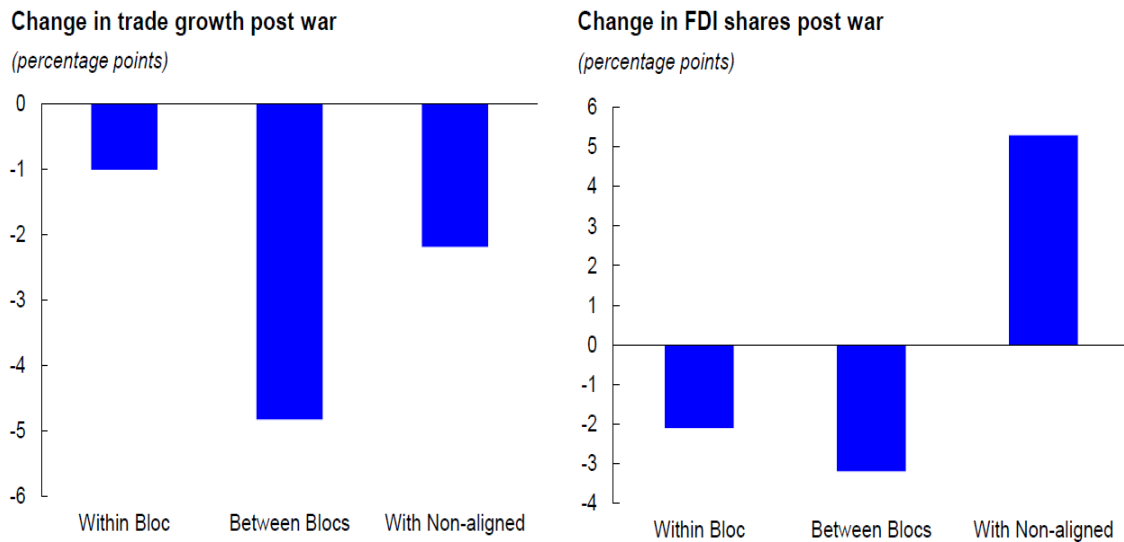


Figura 7 Conseguenze della nuova geopolitica



Nuovi regimi di governance

La governance globale si sta sgretolando: e se la governance è debole maggiori sono le pressioni sul debito.

Però la frammentazione, in gran parte irreversibile, apre la strada a nuovi regimi di governance. Possiamo immaginare tre casi, limitandoci a considerare il ruolo di commercio e difesa

La letteratura sui sistemi di governance globale ha chiarito che un regime internazionale sostenibile, cioè una situazione cooperativa, richiede affrontare simultaneamente aspetti economici e aspetti di sicurezza. Le modalità di tale intreccio variano però in funzione dell'interlocutori. Con paesi con cui si hanno rapporti in parte conflittuali e quindi soggetti a elevata incertezza gli eventuali accordi saranno complessi e basati su scarsa fiducia reciproca. Con paesi alleati, con i quali si stringono rapporti di lungo corso, spesso bilaterali, ma anche appartenenti ad accordi del tipo "beni di club" e alleanze permanenti è più produttivo adottare una visione strategica di lungo periodo. Con paesi "intermedi" con i quali i rapporti sono più instabili sarà utile adottare un atteggiamento pragmatico basato sul caso per caso. A parità di rapporti bilaterali avrà un peso la dimensione relativa, economica e di sicurezza. In questo caso un paese più grande potrà svolgere un ruolo egemonico o quanto meno di leadership. Caso a parte è rappresentato dalla Cina vista la forte dinamica della sua crescita e delle competitività tecnologica.

Un ragionamento simile vale anche per quanto riguarda le relazioni monetarie e finanziarie, soprattutto nel caso di presenza di una valuta

chiave (dollaro, Euro, Yuan) attorno alla quale si possono formare processi di aggregazione.

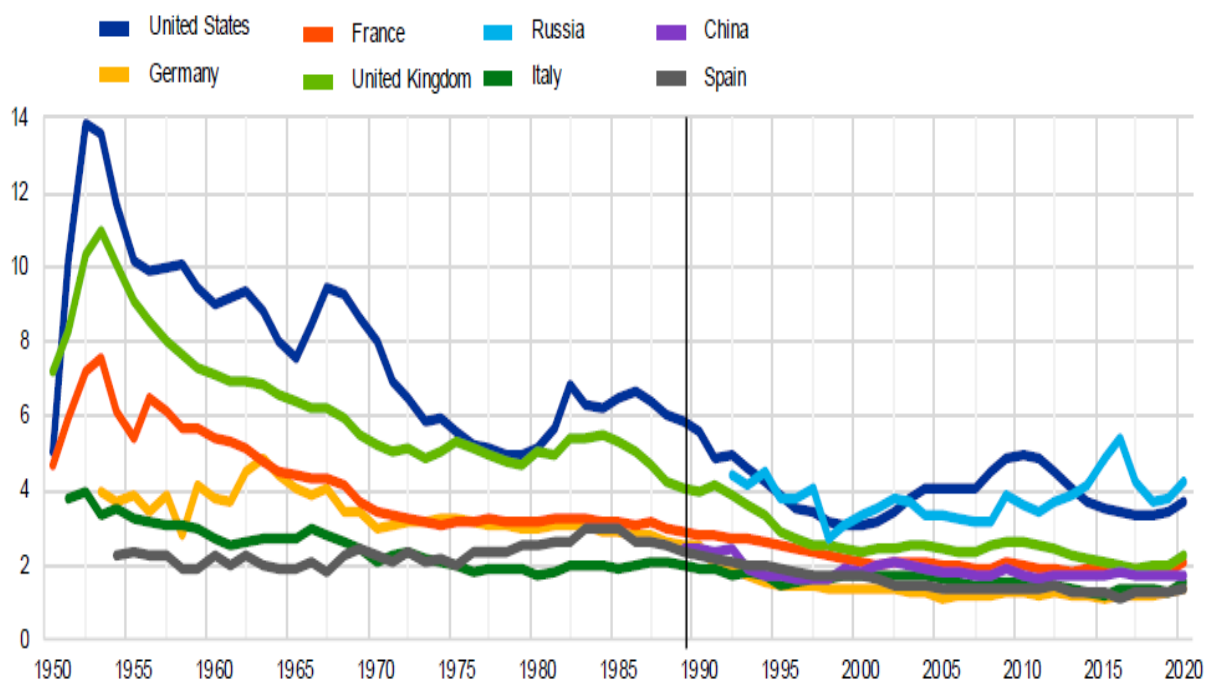
L'Europa, che deve rafforzare la sua governance ed evitare i rischi di frammentazione si trova oggi in una posizione intermedia tra la ricerca e il rafforzamento delle alleanze (secondo caso) e l'atteggiamento pragmatico (terzo caso)

Le spese militari

Le motivazioni di sicurezza impattano sulle interazioni con gli accordi commerciali ma anche sulla politica di spesa, privata e pubblica e dunque anche sulla dinamica del debito.

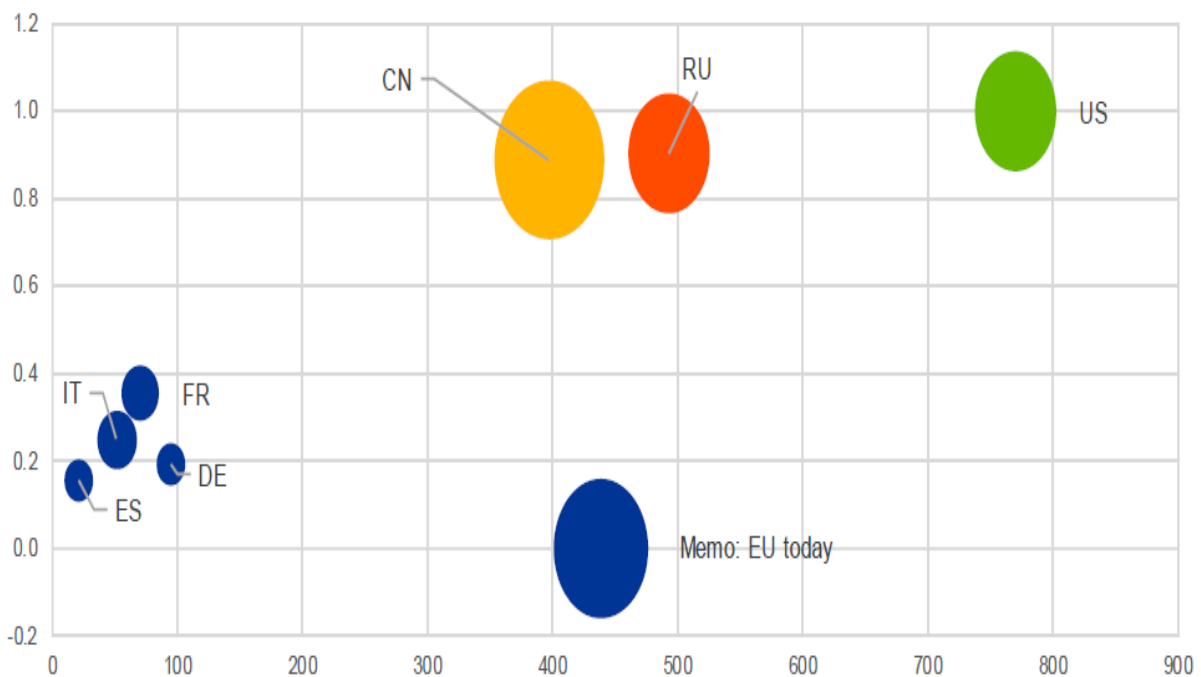
Il grafico 8 fornisce un'idea sintetica della evoluzione delle spese militari nel dopoguerra. Gli Stati Uniti hanno sempre impegnato la spesa maggiore in termini relativi e assoluti. Ma le recenti linee di policy della amministrazione Trump escludono che gli Stati Uniti possano giocare un ruolo di leadership permanente come quello uscito dagli accordi di Bretton Woods

Figura 8 spese per la difesa



La quantità della spesa militare va accompagnata dalla sua qualità (figura 9), che può nascondere gravi inefficienze. Per esempio, i diversi gradi di inefficienza dei paesi europei nascondono la mancata integrazione delle industrie della difesa nazionali e segnalano possibili aumenti di debito per finanziare la riconversione dell'industria.

Figura 9 Qualità della spesa militare



L'Europa

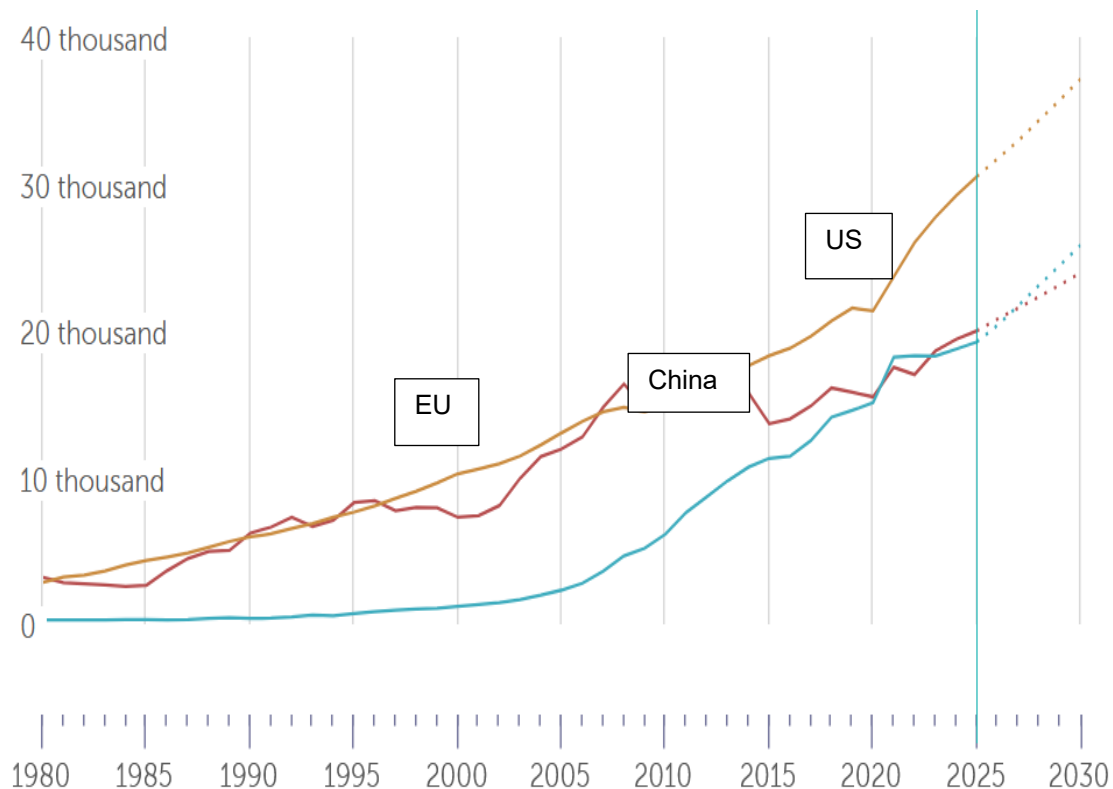
Il problema principale dell'Europa negli ultimi vent'anni è stata ed è la carenza di crescita, che a sua volta richiede forti investimenti.

Dopo la crisi finanziaria del 2007-2008, gli investimenti sono migliorati rapidamente negli Stati Uniti e hanno continuato a espandersi, mentre nell'UE si sono ripresi solo gradualmente. Il divario si è ulteriormente allargato negli anni successivi.

In Europa gli investimenti sono diminuiti anche dopo la crisi finanziaria del 2007-08 e da allora sono rimasti inferiori a quelli degli Stati Uniti. Tutto ciò

inoltre si svolge in un contesto di elevata incertezza a sua volta accentuata dalla frammentazione che deprime gli investimenti

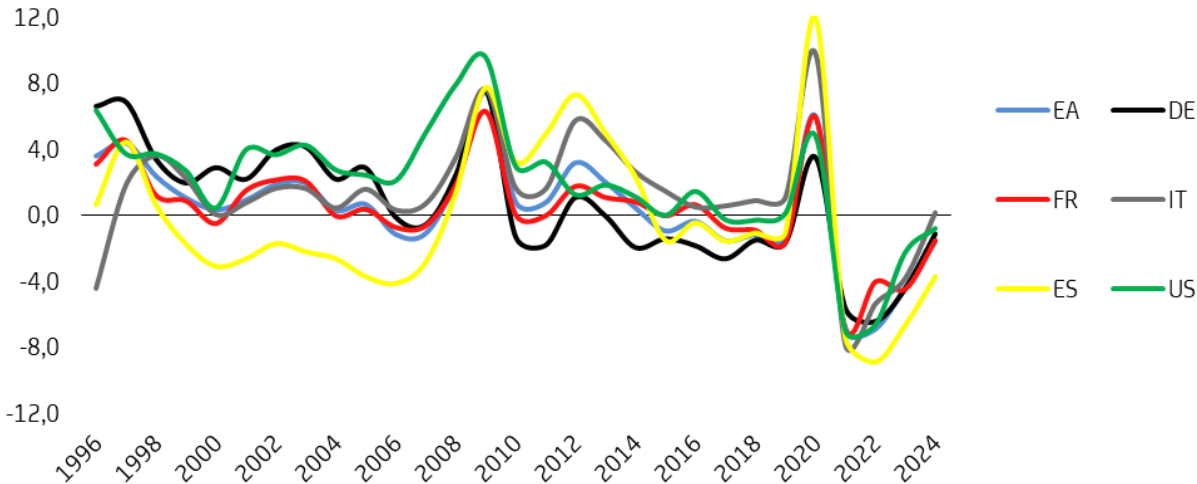
Figura 10 crescita pro capite



Come si vede dal grafico 10 l'andamento della crescita europea si presenta come una sequenza di accelerazioni che finiscono per spegnersi e quindi si richiede una nuova accelerazione stimolata da shock esogeni spesso indotti dalla policy. Con questo aspetto in mente possiamo tornare alla sostenibilità del debito.

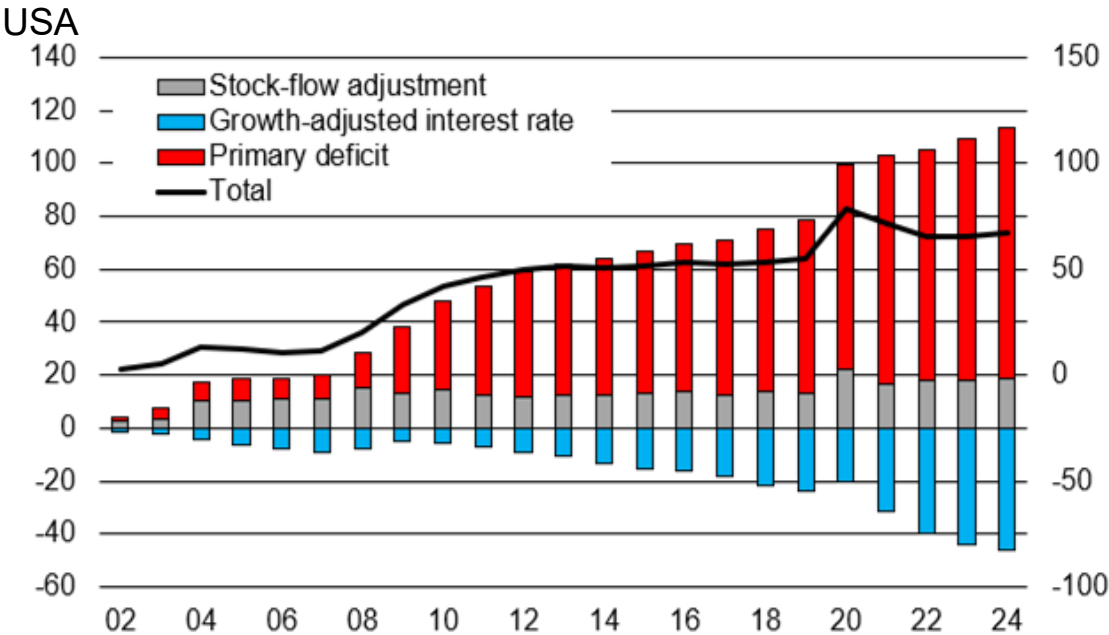
Malgrado la crescita contenuta l'andamento di r-g dei paesi avanzati è stato decrescente anche se con elevate oscillazioni, suggerendo una sostanziale sostenibilità del debito nel periodo più recente. (Figura 11) Ma a una valutazione più accurata e più difficile sostenere una identità di comportamento tra EU e Usa

Figura 11 r-g



A questo scopo è utile considerare le diverse componenti della dinamica del debito Usa e EU

Figura 12 Componenti della dinamica del debito Usa e UE



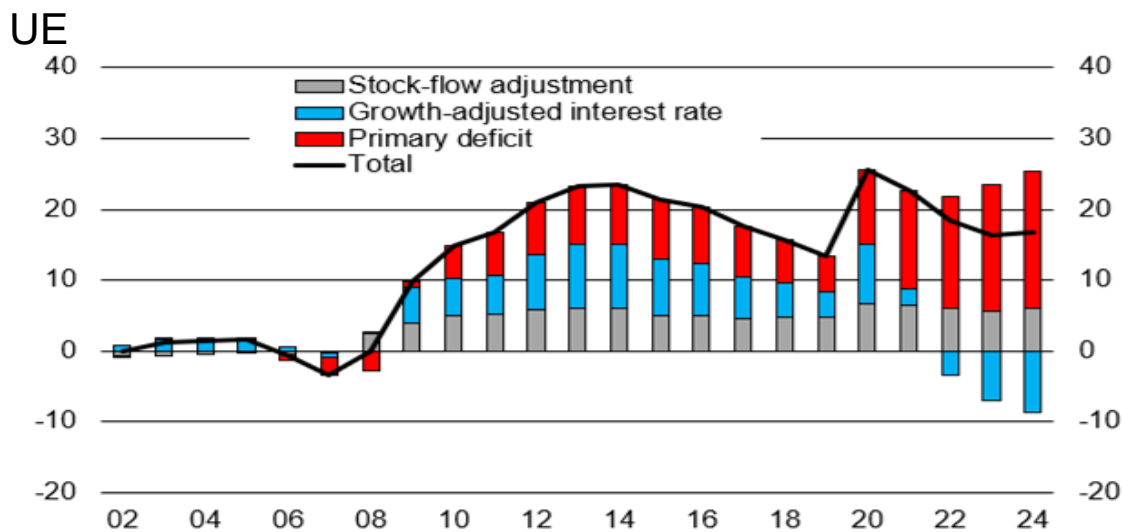


Figura 13 r-g in tre paesi



Dalle figure 11-13 emerge che per tutti i paesi considerati, Cina compresa, il gap r-g si è ridotto, rendendo la sostenibilità più difficile. Ma per ragioni diverse. L'aumento del debito negli Stati Uniti riflette principalmente il ruolo del disavanzo primario, mentre (r-g) è stato un fattore di supporto. La situazione nell'eurozona è molto diversa, con un minore accumulo di debito iniziale e un saldo primario molto meno penalizzante, ma con un andamento di (r-g) che diventa un fattore di supporto solo dopo la pandemia.

Ciò suggerisce che l'Ue deve definire meglio e consolidare la sua politica di indebitamento soprattutto in merito al ruolo delle nuove priorità strategiche, fonti di nuovi fabbisogni di finanziamento. Ciò comunque

richiede che le regole del patto di stabilità siano rispettate e che la gestione del debito possa contare su meccanismi di finanziamento a loro volta sostenibili

L'UE ha tre opzioni per finanziare le sue priorità strategiche: a livello di Unione

- 1) Riassegnare le risorse del bilancio dell'UE alle nuove priorità, mantenendone sostanzialmente invariata l'entità; il problema principale di questa opzione è la distribuzione di diverse preferenze tra gli stati membri e i relativi tradeoffs
- 2) Raccogliere nuove risorse proprie – le principali fonti di entrata del bilancio dell'UE – per aumentare l'entità e la portata del bilancio europeo; il problema in questo caso è la resistenza all'uso di strumenti di prelievo fiscale (risorse proprie) da parte di molti paesi
- 3) Ricorrere a prestiti dell'UE sui mercati dei capitali per finanziare programmi fuori bilancio. Il problema è la resistenza alla mutualizzazione del debito.

Esaminiamo meglio il caso della mutualizzazione del debito. L'articolo 122 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), che giustifica il finanziamento di misure economiche mirate e temporanee in situazioni eccezionali, continuerebbe a rappresentare la base giuridica per i nuovi prestiti dell'UE sui mercati dei capitali. Idealmente, tuttavia, l'emissione congiunta di debito comune dovrebbe fungere da ponte verso un nuovo quadro a lungo termine in cui i nuovi investimenti potrebbero essere interamente progettati nell'ambito del bilancio dell'UE. A giudicare dalle discussioni preliminari sull'entità, la composizione e le risorse proprie previste nel bilancio dell'UE per il periodo 2028-34, questo quadro sembra essere ancora lontano.

Negli ultimi anni nonostante l'ampliamento della base degli investitori, l'interesse per obbligazioni UE è stato contenuto dai seguenti fattori:

Rispetto ai paesi sovrani, l'UE non ha capacità indipendente di raccogliere risorse proprie, pertanto il rischio di credito dell'UE riflette principalmente l'impegno politico degli Stati membri nei confronti del bilancio dell'UE;

- Sulla base delle attuali proiezioni di emissione, il volume in circolazione di obbligazioni UE raggiungerà EUR 1tn entro il 2026, una dimensione intermedia tra quella dei mercati obbligazionari sovrani belga e spagnolo. A questo si aggiungono 150 miliardi di euro del programma Readiness 2030, che potrebbe essere finanziato anche attraverso il debito comune. Tuttavia, anche in

scenari in cui il programma di riarmo venga ampliato o vengano aggiunti nuovi programmi, il volume in circolazione di obbligazioni UE rimarrà significativamente inferiore a quello di Germania e Francia, il che peserà sulla liquidità;

- Nell'attuale contesto, l'asset class "europea" è percepita come temporanea perché si prevede che l'UE inizierà a rimborsare il debito NGEU a partire dal 2028. Il rinnovo del debito NGEU in scadenza libererebbe circa 30 miliardi di euro all'anno da destinare alle nuove priorità strategiche e contribuirebbe a far cambiare la percezione degli investitori sulla durabilità della classe di attività;
- I titoli di Stato dell'UE non sono inclusi nei principali indici obbligazionari governativi, quindi non godono della stessa quantità di domanda degli altri titoli sovrani

In prima approssimazione quindi il ricorso a finanziamenti europei non porrebbe problemi insormontabili sul piano tecnico. E' necessario considerare però non solo quanto debito serve ma a quali condizioni se ne può rafforzare la sostenibilità. Questo richiede valutare l'impatto su **r-g** delle misure di politica istituzionale e del loro cambiamento

Alcuni contributi in letteratura minimizzano l'impatto di r-g sul debito. (Heilen et al 2024, Heimberger 2023). Ma queste osservazioni non tengono pienamente conto dell'impatto del possibile cambiamento istituzionale sulle stesse variabili. In altri termini l'innovazione istituzionale ha un impatto sulla sostenibilità poiché migliora l'allocazione a lungo termine. Rafforza quindi r-g nel senso della sostenibilità.

Ma è utile esplorare i possibili cambiamenti istituzionali più in dettaglio. Come detto le nuove priorità dell'UE esercitano ulteriore pressione sulle risorse, sono pertanto necessari nuovi strumenti. Di seguito ne consideriamo alcuni e il loro possibile impatto su r-g

Gli strumenti sono: la trasformazione del programma Ngeu, la creazione di Safe assets, il rafforzamento del ruolo dei beni pubblici europei (epg). La saving and investment union (SIU)

Valutiamo il ruolo di ciascuno.

Next Generation EU. Un nuovo inizio?

L'esempio più recente di politica economica europea è rappresentato dal *Next Generation EU* (NGEU), lo strumento attivato per contrastare le

conseguenze negative della crisi pandemica, che si basa su una combinazione di investimenti pubblici e privati, riforme strutturali e finanziamenti su scala europea.

Ad oggi, i risultati dell'attivazione del NGEU sono solo un parziale successo che riguarda soprattutto la spinta alla crescita da parte degli investimenti pubblici, intesi come strumento di sostegno alla domanda, piuttosto che come strumenti di una politica per la produttività.

Le riforme strutturali, fino ad oggi, sono state il grande assente della politica economica europea. D'altra parte è noto che gli effetti di queste riforme hanno tempi lunghi. Dovrebbero produrre un impatto positivo sul prodotto potenziale, ma devono fare i conti con gli innumerevoli passaggi burocratici e amministrativi che ne rallentano la applicazione e indeboliscono l'impatto macroeconomico. Da questo punto di vista, il rafforzamento dei mercati finanziari, la creazione della saving investment union (SIU) avrebbero lo stesso effetto delle misure strutturali introdotte negli altri settori.

Le prime analisi in questo senso indicano che il pieno effetto è atteso dopo il 2030. Si tratta di tempi ancora più lunghi di quanto inizialmente . atteso, come detto, per carenza della capacità di implementazione e dalle pesantezze amministrative.

Il limite principale del NGEU, è che rimane una strategia per i singoli paesi. Manca una dimensione europea, soprattutto nella produzione di beni pubblici. Si rischia di riproporre un modello di crescita in cui l'eccesso di risparmio in Europa serve a finanziare gli investimenti fuori dall'Europa e, soprattutto, negli Stati Uniti. Ne deriva un *surplus* commerciale a livello di area europea che produce una pressione deflattiva. Si tratta, di una nuova versione del problema dei *global imbalances* (Guerrieri P, P.C. Padoan Edgar Elgar 2025), in cui la capacità di crescita è determinata dalla disponibilità e applicazione di nuove tecnologie e il conseguente stimolo agli investimenti. In questo contesto, USA e Cina sono all'avanguardia e l'Europa vede accrescere il suo ritardo. Crescono poi nuove pressioni dal lato della sicurezza, che richiedono un aumento di risorse, mentre le ambiguità della politica climatica impediscono di attivare un maggior coinvolgimento del settore privato nella *green transition*.

L' interazione tra strumenti . La Saving Investment Union

Dunque NGEIU non basta. Altri strumenti europei sono necessari. In molti casi sono versioni di strumenti che devono essere semplificati e unificati. Non vale più il principio di Tinbergen, che prevede uno strumento di *policy* per ogni obiettivo. Serve un approccio sistemico.

La *policy* della UE deve superare la dimensione nazionale: occorre passare a una dimensione europea per beneficiare delle economie di

scala e guardare non solo alla quantità della crescita, ma anche alla qualità della stessa, un fattore che, pone difficili *trade off*, soprattutto tra breve e medio-lungo periodo, tra crescita e sostenibilità.

Ci sono però le condizioni per il rilancio di un nuovo modello di crescita: che possa sfruttare le nuove tecnologie (AI, *quantum computing*, ecc) che sono '*general purpose technologies*' - i cui benefici verranno raccolti nel medio-lungo termine - e nel breve periodo concentrarsi su sicurezza, competitività, lotta all'esclusione. Occorre fare chiarezza sulla *green transition* per la quale c'è un rischio di arresto o, comunque, di decelerazione. L'impennata dell'incertezza commerciale globale è particolarmente dannosa per il modello di crescita orientato all'export dell'Europa. Le crescenti tensioni commerciali interrompono i flussi globali di commercio e investimenti, lasciando l'Europa in una posizione vulnerabile, schiacciata tra Stati Uniti e Cina.

L'approfondimento dell'integrazione dei mercati finanziari europei tramite la SIU permetterebbe di sostenere un'allocazione più efficiente di risparmi e investimenti per finanziare i fattori di spinta domestici della crescita e far diventare più competitiva l'Europa a livello globale.

Il ritiro degli Stati Uniti dal multilateralismo e dalle alleanze tradizionali costringe l'Europa a diventare più autosufficiente. Un'Unione europea del risparmio e degli investimenti contribuirebbe a ridurre la dipendenza dai capitali esterni e dal dollaro, aumentando la resilienza dell'Europa agli shock e l'indipendenza strategica. I capitali privati potrebbero svolgere un ruolo importante nello sforzo dell'UE di aumentare la spesa per la difesa, mentre l'ombrello di sicurezza degli Stati Uniti viene meno.

Ciò consentirebbe all'Europa di indirizzare più capitale verso opportunità di crescita a lungo termine, che riflettono al meglio i valori dell'UE, in particolare quando si tratta della transizione verde e di obiettivi ambientali più ampi. Fornirebbe, inoltre, un flusso stabile di capitale domestico *risk-willing* per finanziare la tecnologia di frontiera necessaria per colmare il divario di produttività dell'UE. Più in generale, i flussi di capitale transfrontalieri favorirebbero una migliore allocazione delle risorse e migliorerebbe la capacità di assorbimento degli shock del blocco. Nel contesto dell'Eurozona, la SIU favorirebbe la stabilità economica e finanziaria, riducendo gli squilibri finanziari tra gli Stati membri.

Beni pubblici europei (Epg)

Un crescente ruolo dei beni pubblici europei favorirebbe il passaggio a una politica di bilancio europeo più sostenibile e più orientata alla crescita. E ciò perché la crisi multipla richiede affrontare, anche dal punto di vista

del debito, nuove sfide che hanno le caratteristiche di bene pubblico, La difesa comune e forse l'esempio più chiaro, sia perché i bpg migliorano l'efficienza tramite l'azione collettiva sia perché permettono di smussare gli angoli dei trade offs. Naturalmente il sostegno ai beni pubblici trova limiti nelle diverse preferenze dei paesi e dei settori europei, ma nel lungo periodo la convergenza delle preferenze è più facilmente realizzabile e più efficace il ruolo del bilancio europeo

Safe assets

I Safe assets possono essere importanti fattori di sostegno alla nuova politica del debito sostenibile se alcune condizioni sono soddisfatte. In particolare: sono emessi con una chiara missione di finanziamento, sono dotati di sufficiente liquidità e quindi presentano basso rischio.

Si possono emettere Safe assets per finanziare «veri» progetti europei, cioè progetti che non sono la aggregazione di progetti nazionali, come la risposta al covid, che si è basata sul meccanismo SURE, e sono stati estesi al NGEU, crescita e innovazione, sicurezza e difesa

In questo modo i safe asset godono di un fattore di premio: con rischio inferiore rispetto ai paesi ad alto rischio (meno della piena integrazione), ma superiore rispetto ai prenditori di rating elevato

Ciò si può spiegare con l'esperienza di questi anni, che indica che i mercati non sono ancora pienamente convinti della futura integrazione finanziaria europea e non possono considerare definitivo il premio di rischio

Un nuovo assetto istituzionale per la gestione del debito

I nuovi pilastri istituzionali che abbiamo esaminato brevemente possono formare un nuovo quadro di riferimento che produca effetti positivi sulle condizioni di sostenibilità. Emerge un processo di innovazione istituzionale che si può riassumere con i seguenti passaggi

- 1) Il confronto politico tra paesi membri definisce le priorità di spesa. Ciò porta alla definizione e alla implementazione dei beni pubblici europei. Di conseguenza **g aumenta**.
- 2) Una volta definite le priorità di spesa segue una emissione di safe assets per il finanziamento dei beni pubblici europei. Di conseguenza il costo del finanziamento cala per lo sfruttamento della variabile di scala ed **r diminuisce**.

- 3) Ngeu implementa lanuova strategia industriale che sfrutta le economie di scala. **g aumenta** .
- 4) Un buon funzionamento della saving investment union migliora sia le condizioni di domanda di finanziamenti che le condizioni di offerta. **r diminuisce e g aumenta** .
- 5) In definitiva e lecito attendersi che ove la strategia qui descritta fosse applicata le condizioni di stabilita del debito nel caso europeo sarebbero rafforzate e si potrebbe sviluppare un circolo virtuoso in cui crescita e sostenibilita si alimentano a vicenda. Per valutare questa ipotesi il quadro qui descritto andrebbe comunque collegato con il patto di stabilita che, nella sua versione rivista, pone maggiore enfasi sulla dinamica della crescita

Conclusioni

Il sistema globale è entrato in una fase di crisi di governance, determinata dalle scelte unilaterali di due principali attori del sistema medesimo. La crisi che ne è derivata è caratterizzata da una diffusione della frammentazione, commerciale, finanziaria, geopolitica. Ne è seguita una caduta della crescita di lungo periodo che richiederà ingenti investimenti per fronteggiare i nuovi squilibri strutturali e rilanciare la crescita e la sostenibilità ambientale . Inoltre il nuovo quadro geopolitico impone un significativo aumento delle spese per la difesa. E ' lecito chiedersi se e come il debito che ne risulterà potrà essere sostenibile.

Una prima risposta è data dall'andamento della variabile r-g (tasso di interesse meno tasso di crescita) che deve essere negativa per assicurare la sostenibilità del debito.

L'Europa, che continua a presentare una crescita inferiore a quella degli Usa, oltre agli ingenti sforzi per accrescere la competitività deve rafforzare la sua struttura istituzionale di gestione del debito, basandosi su quattro pilastri: NGEU, Safe assets, beni pubblici europei, Saving and Investment union, che nella loro interazione producono un rafforzamento delle condizioni di stabilità tramite una spinta alla crescita del reddito e del calo del tasso di interesse.

Se implementata una tale strategia rappresenterebbe una risposta tipica della tradizione europea, un aggiustamento delle istituzioni per fronteggiare una crisi economica, anche se in questo caso sarà necessario uno sforzo di leadership maggiore del previsto data la complessità e l'estensione degli shocks che dovranno essere fronteggiati.

In altri termini si tratta di avviare una risposta positiva a una crisi dell'azione collettiva, europea ma anche globale, facendo leva su la disponibilita dei paesi membri dell'Unione a aggiustare le proprie preferenze e a mantenere una prospettiva di lungo periodo, condizioni tanto piu necessarie in assenza di una adeguata leadership all'interno dell'Unione.

Bibliografia

Bini Smaghi L. (2025) The Fallacy of r-g., IEP Policy Brief 32

Blanchard O. (2023) Fiscal Policy under Low Interest Rates, MIT Press

Guerrieri P, P.C. Padoan (2025) Sovereign Europe, Edgar Elgar

Heilen F., M. Harreels, C. Van Langenhove (2024) Long Run Perspectives on r-g in OECD countries; an empirical analysis, Journal of International Money and Finance, 145

Heimberger P. (2023), Public Debt and r-g risks in Advanced Economies, eurozone and stand-alone, Journal of international Money and Finance, 136