

## **Eurobond sì o no?**

*di Massimo Bordignon*

*Il sostegno trasversale in Italia all'emissione di eurobond sembra nascere dall'illusione che si tratti di un debito che sarà qualcun altro a pagare. Non è così. L'utilità di titoli europei dipende da scelte politiche verso una maggiore integrazione.*

### **L'illusione di fondo**

Confesso di essere un po' preoccupato per il sostegno trasversale agli "eurobond" che traspare dalla stampa italiana. Sembra quasi essere l'unico argomento in grado di mettere d'accordo commentatori ed esponenti politici di opposti schieramenti.

Gli eurobond, cioè il debito comune europeo, possono certamente essere utili, sebbene ci siano alcuni problemi fondamentali che nessuno discute e che invece andrebbero messi in evidenza. Il motivo di preoccupazione deriva dal fatto che il sostegno trasversale sembra basarsi sull'illusione che se il debito è collettivo (europeo, appunto) e non italiano, lo pagherà qualcun altro. Non solo non è vero, ma è un atteggiamento pericoloso per un paese che ha colpevolmente lasciato crescere il proprio debito sul Pil al 135 per cento e che per questo spende più per il servizio del debito di quanto spenda per l'intero comparto dell'istruzione, università compresa. In questa situazione, ogni decisione di emettere nuovo debito per finanziare la spesa, direttamente o tramite il bilancio europeo, andrebbe sempre valutata con estrema attenzione.

**Quando si dovrebbe ricorrere al debito comune?**

Prima di tutto, allora, bisognerebbe chiedersi quando è opportuno ricorrere al finanziamento con debito comune europeo. Può essere appropriato laddove ci sono forti ritorni di scala dal fare le cose assieme a livello europeo e dove si può considerare ragionevole distribuirne l'onere del pagamento su più generazioni. La difesa è un chiaro esempio. Da questo punto di vista, è stata sbagliata la decisione presa dai paesi europei della Nato a giugno 2025 di fissare al 5 per cento del Pil l'obiettivo di spesa nazionale per la difesa (da raggiungere in un decennio). Non solo perché il numero pare arbitrario e scelto principalmente per far contento Donald Trump. Ma perché, appunto, non tiene conto del fatto che spendendo assieme e sfruttando i ritorni di scala, i paesi europei potrebbero raggiungere un livello di deterrenza appropriata forse perfino con meno risorse di quante ne dedichino adesso alla difesa e comunque certo meno del 5 per cento predeterminato. In questo contesto, l'uso del debito (comune) sarebbe del tutto giustificato, visto che la difesa e la sicurezza non sono solo un problema della generazione corrente.

In generale, gli stessi argomenti dovrebbero essere ripetuti anche negli altri campi dove c'è un ovvio vantaggio dall'agire assieme – i “beni pubblici europei”, appunto. La spesa effettuata assieme a livello europeo dovrebbe essere sostitutiva e non aggiuntiva rispetto a quella nazionale e le emissioni di debito europeo dovrebbero sostituire e non aggiungersi al debito nazionale. Il che non significa negare che in alcuni casi (per esempio, gli investimenti per la competitività e le nuove tecnologie) una maggior spesa europea, anche sostenuta da debito, si ripaghi da sé grazie alla futura maggior crescita.

### **Il ruolo internazionale dell'euro**

C'è anche un'altra ragione importante a favore degli eurobond, ora riconosciuta esplicitamente non solo dalla Commissione o dalla Banca centrale europea, ma perfino dalla banca centrale tedesca. In un momento in cui le bizzarrie del presidente Usa e la crescita tumultuosa del debito pubblico americano rendono gli operatori sempre più scettici nei confronti del dollaro, l'euro potrebbe diventare una valida

alternativa come valuta di riserva internazionale e moneta di scambio nel commercio globale. I vantaggi economici di un accresciuto ruolo internazionale dell'euro per i paesi che lo hanno adottato sarebbero considerevoli. Ma perché questo avvenga gli operatori dovrebbero poter contare su un'emissione considerevole e costante di eurobond, così che ci possa essere un mercato "spesso" in cui vendere o acquistare i titoli a seconda della necessità e soprattutto che questi titoli abbiano le caratteristiche di "attività sicure" (*safe asset*), cioè che mantengano il proprio valore in momenti di crisi o di ampia volatilità nei mercati.

### **Ma il debito europeo conviene davvero?**

Non è quello che succede adesso. Non è, o non è più tanto, un problema di quantità: alla fine del 2026, l'insieme delle emissioni di eurobond effettuate da parte della Commissione europea (usando il bilancio europeo come garanzia) per i programmi decisi durante la pandemia, soprattutto per il *NextGenerationEU* (il programma che ha finanziato il Pnrr in Italia), raggiungeranno i mille miliardi di euro. Se si aggiungono le emissioni di titoli da parte di altre istituzioni finanziarie dei paesi Ue o euro (come la *Bej* e il *Mes*) si sfiorano i duemila miliardi di euro. Un livello certo non paragonabile ai debiti nazionali – il solo debito pubblico italiano supera i tremila miliardi – ma tutt'altro che indifferente.

Il problema è che questo debito pubblico europeo non si comporta come un *safe asset*. Nonostante l'alto merito di rischio (il rating del debito europeo è pari a quello dei migliori debitori, AAA, un rating che per esempio il debito Usa non ha più), viene apprezzato molto più sfavorevolmente dai mercati finanziari e perde valore nei momenti di volatilità. Secondo alcuni studi, il tasso di interesse richiesto dagli investitori per detenere i titoli europei è di oltre 40 punti base superiore a quanto sarebbe il tasso teorico implicito nel suo merito di rischio; addirittura, lo spread dei titoli europei nei confronti del Bund tedesco è stato in media pari ai 50 punti base negli ultimi quattro anni, a partire dal 2022, cioè da quando la politica monetaria della Bce è diventata restrittiva. Per confronto, lo spread italiano, il più alto tra i paesi

euro, è al momento attorno ai 60 punti base. Significa che per un numero crescente di paesi, il debito europeo non è conveniente rispetto al debito nazionale, il che supporta la posizione dei paesi più scettici nei confronti dell'uso degli eurobond per finanziare progetti comuni, come la Germania o l'Olanda.

Se la domanda è come questo sia possibile, la risposta tecnica è che i mercati semplicemente non considerano i titoli europei come emessi da uno stato sovrano, ma da un organismo sovranazionale, la cui sostenibilità finanziaria non dipende da risorse e decisioni proprie ma da quelle dei paesi sovrani sottostanti, i paesi europei appunto, che ne finanziano il bilancio. E appunto per questa ragione dubitano che in momenti di crisi la Bce interverrebbe nella stessa misura per sostenerne il valore, come farebbe invece nei confronti dei titoli sovrani.

## **Il “comma 22” del debito europeo**

In sostanza, c'è una sorta di “comma 22” del debito comune europeo. I paesi europei ricorrono in realtà abbastanza tranquillamente al debito comune quando non vedono alternative (come nel caso recente dei 90 miliardi di finanziamenti all'Ucraina o per i 150 miliardi di finanziamento per il Safe, il programma europeo di prestiti agli stati per finanziare l'incremento della spesa per la difesa) ma si rifiutano, per ragioni politiche, di ammettere che il debito possa rappresentare uno strumento finanziario normale a disposizione dell'Ue, con la conseguenza di renderlo più incerto e meno appetibile ai mercati e dunque meno conveniente per tutti. Per esempio, negli accordi politici che hanno condotto all'emissione dei titoli per il *NextGenerationEU* è stato stabilito che è un caso eccezionale, dovuta alla pandemia, una “*un- tantum*” da mai ripetere in futuro. Tant'è che invece di rimettere i titoli NgEU in scadenza e usare le risorse risparmiate per finanziare qualcos'altro, ci si appresta a rimborsarli già a partire dal 2027.

Siccome si tratta di un problema politico e non tecnico è dubbio che possa essere risolto con strumenti tecnici. O i paesi europei, o almeno un gruppo di essi, si decidono a fare qualche passo serio verso una

forma di maggior integrazione politica, che comporta anche l'attribuzione di maggior risorse proprie all'Ue e verso la possibilità di indebitarsi autonomamente per affrontare problemi collettivi, oppure i grandi vantaggi potenziali degli eurobond, compreso l'accresciuto ruolo internazionale dell'euro, rimarranno sulla carta. Con in più il rischio che finiscano con l'aggiungersi al debito nazionale, risultando oltretutto più costosi di quanto necessario.