

Perché il debito europeo richiede una fiscalità europea?

Stefano Chiesa

University of Kiel

chiesa@economics.uni-kiel.de

Fondazione Mario e Valeria Albertini

25 Giugno, 2026

Leggi il documento completo!



DISCUSSION PAPER
1/Giugno 2026

Perché il *debito europeo* richiede una *fiscalità europea*?

Stefano Chiesa



Rivista fondata nel 1959 da Mario Albertini.
Pubblicata sotto gli auspici della Fondazione
Europa Luciano Bolis e della Fondazione
Mario e Valeria Albertini.



Il contributo di questo documento

- Evidenziare i **rischi e i costi** del debito europeo fatto con l'assetto attuale o assetti intermedi
- Evidenziare i **problemi politici di deficit democratico** di fare debito senza unione politica

Il costo dei titoli obbligazionari

- Duffie e Singleton (1999):

$$R_t = r_t + h_t L_t + l \quad (1)$$

- Dove
 - R_t : costo del titolo obbligazionario
 - r_t : costo teorico di un titolo senza rischio
 - $h_t L_t$: sovracosto richiesto a causa del rischio di default
 - l : premio di liquidità (semplificando: sovracosto per liquidità bassa)

Argomenti di chi è a favore del debito europeo

- Sostituendo i debiti nazionali con un unico asset europeo, o semplicemente aumentando le emissioni di debito europeo, il mercato sarebbe più liquido → **Costo del debito inferiore a causa di un premio di liquidità più basso o a zero**
- L'Unione europea è un'istituzione con alta credibilità → **Costo del debito inferiore grazie al rischio di default più basso**
- Servono investimenti di scala europei per le nuove sfide globali → **Il debito si ripagherà da solo** perché gli investimenti saranno produttivi

Controargomenti

- Costo più basso perché l'asset è più liquido → Favero e Missale (2011), la **liquidità ha un ruolo marginale sul costo del debito**

Confronto stime e costo del debito effettivo

- Il debito europeo è **più costoso di quanto preventivato**

Tabella 1: Confronto Tassi d'Interesse stimati e Tassi d'Interesse effettivi sul NGEU (2021-2024)

Semestre	Tasso d'Interesse Effettivo	Stima preliminare della Commissione europea	Differenza
2021 H2	0.15%	0.55%	-0.40%
2022 H1	1.38%	0.60%	0.78%
2022 H2	2.61%	0.65%	1.96%
2023 H1	3.27%	0.70%	2.57%
2023 H2	3.63%	0.75%	2.88%
2024 H1	3.19%	0.80%	2.39%
2024 H2	2.97%	0.85%	2.12%

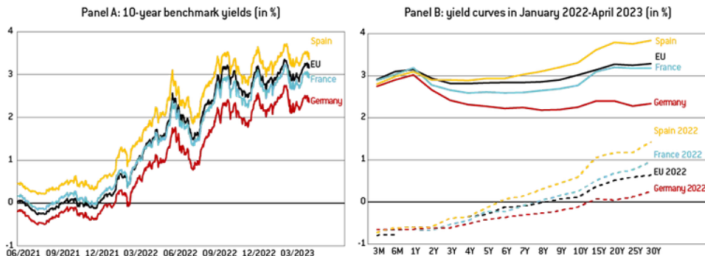
Nota: la stima ipotizza un'interpolazione statistica tra il 2021 e il 2024, utilizzando come estremi i valori dei tassi d'interesse forniti dalla Commissione (0.55% e 1.15%).

Fonte: elaborazione dell'autore sulla base dei dati del Half-yearly report (March 2025).

Claeys et al. (2023)

- A chi conviene il debito europeo? **Problema politico**

Figura 1: Confronto Rendimenti (2021-2023) e Curva dei Rendimenti (2022-2023)



Fonte: Claeys, G., McCaffrey, C., & Welslau, L. (2023). The rising cost of European Union borrowing and what to do about it (Policy Brief 12/2023). Bruegel

Prestito che si ripaga da solo?

- Esistono degli investimenti che portano effettivamente a ritorni superiori ai costi
- Chi ha la ricetta per sapere quali sono?
- Usando dati UPB sulle stime dell'impatto del PNRR sull'economia, nel 2025 l'effetto cumulato sul PIL ha un **moltiplicatore di 0.28**. Prendendo per buone le loro stime del periodo 2026-2030, il moltiplicatore sembra essere decrescente nel tempo.
- A quali paesi convergono di più? **Problema politico**

Come mai?

- Ci sono delle ipotesi
 - L'Unione europea non è uno stato, ma un ibrido tra una federazione e un'organizzazione intergovernativa
 - **Chi paga?** Il bilancio UE
 - Dipendenza del bilancio UE dai contributi nazionali.
 - Contributo nazionale straordinario in caso di insolvenza pari a massimo lo 0.6% del PNL. Non basta?
 - Mancanza di **capacità impositiva autonoma** dagli stati membri

Riassunto problemi politici sul debito

- Il debito europeo conviene ad alcuni e non ad altri
- Gli investimenti europei avvantaggerebbero più alcuni stati rispetto ad altri

Il debito europeo conviene ad alcuni e non ad altri

- Ai frugali (semplificando) non conviene il debito europeo perché è più costoso di quello nazionale
- Fare debito europeo è quindi un **trasferimento del rischio** di solidarietà

Trasferimento del rischio

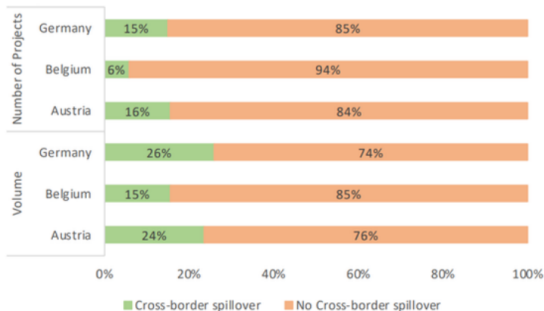
- Politiche di trasferimento del rischio e di denaro esistono in quasi tutti gli stati del mondo
- Sono controverse anche in paesi con un'identità più consolidata di quella europea. *Eg. Sud Italia e Germania Est*
- Legittimità democratica data da istituzioni comuni (Governo e Parlamento nazionali)
- Politiche finanziate con debito europeo sarebbero decise da un accordo tra i popoli europei e non dal popolo europeo → **Deficit democratico**

Vantaggi eterogenei del debito europeo

- In generale: avvantaggia più gli stati con meno spazio fiscale e costo del debito più alto
- Come mezzo di aggiustamento macroeconomico: avvantaggia i paesi più esposti al rischio di default e con debito più alto
- Per progetti grandi: avvantaggia di più gli stati più piccoli
- Per spesa in difesa: avvantaggia di più il fronte Est
- Per spesa in infrastrutture energetiche: avvantaggia gli stati più dipendenti dall'extra-UE e più interni geograficamente
- ...

Quando c'è, gli stati non lo spendono per beni europei

Figura 3: Quota di progetti e volume utilizzato per progetti con effetti di ricaduta transfrontalieri



Fonte: Corti, Francesco et al. (2022): The European added value of the recovery and resilience facility: An assessment of the Austrian, Belgian and German plans, EconPol Policy Report, No. 39, CESifo GmbH, Munich

Quando si dovrebbero proporre soluzioni intermedie?

- Sono contro al funzionalismo? **No!** L'integrazione graduale è meglio della non integrazione se:
 - Porta vantaggi chiari
 - Dà l'esempio e spinge gli stati a integrarsi ulteriormente
 - Politicamente è più facile da percorrere

Porta vantaggi chiari?

- Il debito europeo porta vantaggi chiari ai partecipanti?
- **No:**
 - A molti paesi non conviene
 - L'ambiguità istituzionale e la mancanza di capacità impositiva lo rende più costoso del desiderabile
 - Non siamo certi che gli investimenti saranno produttivi

Dà l'esempio?

- Il debito europeo dà l'esempio e spinge a ulteriore integrazione? **No**:
 - Il fatto che non porti a vantaggi chiari non dà ragione di essere d'esempio per tutti

Politicamente è più facile da percorrere?

- Il debito europeo politicamente è più facile da percorrere rispetto alla federazione fatta e finita? **Sì, ma:**
 - L'unanimità di tutti gli stati è prevista per instaurarlo, sia come misura straordinaria sia come mezzo permanente
 - Rimane comunque una strada molto difficile da percorrere, visto che non conviene a molti stati
 - **Coalizione dei volenterosi?**

Coalizione dei volenterosi

- Magari non si riesce a convincere tutti, ma si potrebbe iniziare a fare debito congiunto con chi ci sta!
- Renderebbe il debito europeo non conveniente perfino per alcuni dei non frugali

Esempio: Negoziazioni debito europeo (1)

- Frugale 1
- Frugale 2
- Frugale 3
- Non Frugale 1
- Non Frugale 2
- Non Frugale 3

Esempio: Negoziazioni debito europeo (2)

- Non Frugale 1
- Non Frugale 2
- Non Frugale 3

Esempio: Negoziazioni debito europeo (3)

- Non Frugale 2
- Non Frugale 3

Esempio: Negoziazioni debito europeo (4)

- Non Frugale 3

Grazie!