

Finanza e banche in Europa

“L’Unione dei risparmi e degli investimenti”

(I) Introduzione

La Commissione Europea, sulla base dei rapporti di Enrico Letta e Mario Draghi, ha presentato quest’anno il progetto di **“Unione dei risparmi e degli investimenti. Una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell’UE”**. Il progetto contiene una serie di misure che dovranno essere elaborate e tradotte in piani operativi concreti nell’arco di due-tre anni.

L’Unione dei risparmi e degli investimenti si propone, in sostanza, di migliorare il modo in cui il sistema finanziario dell’UE convoglia i risparmi verso investimenti produttivi. “Non «finanza per la finanza», dunque, ma un progetto concreto orientato a trovare le risorse necessarie a finanziare le tre grandi priorità della transizione: sviluppo sostenibile, giustizia sociale, innovazione” (E. Letta).

La questione si può riassumere nei seguenti termini:

1. La necessità di investimenti

- *La spesa per investimenti dovrebbe aumentare di un importo minimo di 750-800 miliardi annui (il 5% del PIL) per recuperare il gap con gli USA che, negli ultimi dieci anni, hanno investito 2-3 mila miliardi più dell’Europa (M. Draghi), oltre alle spese previste per la difesa.*
- *Dal lato della spesa: circa 1/5 dei maggiori investimenti dovrebbero essere sostenuti dai governi (investimenti pubblici), 4/5 dalle imprese (investimenti privati) (M. Draghi).*
- *Dal lato della produzione dei beni di investimento: la spesa dovrebbe essere indirizzata, il più possibile, verso produttori europei, ma una parte, certamente, riguarderà beni importati, contribuendo così a ridurre il forte avanzo commerciale che è fonte di conflitti.*

2. La disponibilità di risorse

- *Il patrimonio finanziario degli europei ammonta a oltre 33.000 miliardi (E. Letta), di cui 10.000 miliardi depositati nei conti correnti bancari.*
- *Il tasso di risparmio europeo è pari al 12,7% del PIL, mentre quello americano è solo il 3,2% del PIL (M. Draghi).*
- *Ogni anno 300 miliardi di risparmi degli europei vanno all’estero, soprattutto negli USA (nel 2024: 500 miliardi) (M. Draghi)*

“L’Unione dei risparmi e degli investimenti” deve, pertanto, affrontare due problemi:

1. Come fare in modo che i risparmiatori (europei e del resto del mondo) siano incentivati a investire in Europa.
2. Come fare in modo che governi e imprese ricevano i finanziamenti, necessari per sostenere la transizione al nuovo modello di sviluppo, nella “forma” desiderata.

(II) L' "Unione dei risparmi e degli investimenti"

1. Come fare in modo che i risparmiatori (europei e del resto del mondo) siano incentivati a investire in Europa.

Abbiamo visto che non mancano le risorse, mancano le opportunità.

Il progetto di "*Unione dei risparmi e degli investimenti*" ha proprio l'obiettivo di convincere i risparmiatori europei che le migliori opportunità sono in Europa.

Investire in un Paese significa voler beneficiare della crescita di quel Paese.

Finora i risparmiatori europei hanno cercato opportunità all'estero, in particolare negli USA, perché "*il sistema finanziario USA è maggiormente capace di trasformare i risparmi delle famiglie in investimenti produttivi ad alto rendimento*" (M. Draghi).

Quindi, per raggiungere l'obiettivo di convincere i risparmiatori, la condizione è che sia conveniente investire in Europa, grazie a *un sistema finanziario attrattivo e performante*.

I mercati finanziari europei attualmente non sono sufficientemente attrattivi e performanti perché sono troppo frammentati, e *l'eccesso di regolamentazione e di frammentazione* ha contribuito a creare delle barriere interne al mercato unico europeo che equivalgono a un dazio del 100% sui servizi finanziari (FMI). Per le famiglie e le imprese dei paesi europei finanziariamente più deboli, "*segmentazione dei mercati nazionali*" significa non poter accedere ai mercati dei paesi più prosperi e alle migliori condizioni praticate.

Il primo obiettivo

Il completamento dell'Unione Bancaria e dell'Unione dei Mercati dei Capitali è un "prerequisito", come ha detto *Enrico Letta*, per incanalare le enormi risorse dei cittadini europei verso il finanziamento dei progetti comuni. Su questo obiettivo c'è condivisione (*Letta, Draghi, Lagarde*), ma non si stanno facendo i passi necessari.

Infatti, in particolare, *l'Unione Bancaria* è ancora incompleta. La Germania si oppone alla costituzione del "Fondo di garanzia unico per i depositanti" e l'Italia non ha ancora approvato la riforma del MES che contiene il cosiddetto *backstop*, cioè il supporto europeo al Fondo Unico di Risoluzione. Inoltre, nelle operazioni più importanti di fusione e acquisizione tra banche intervengono spesso i Governi, favorendole (MPS/Mediobanca), limitandole (UniCredit/BPM), o contrastandole (UniCredit/Commerzbank).

In conclusione

È certamente *necessario* completare l'Unione Bancaria e l'Unione dei Mercati dei Capitali, ma *non è sufficiente* perché non ci si può basare solo sulla *fiducia* che mercati finanziari (riformati e unificati) riescano a canalizzare le risorse dei risparmiatori proprio nelle imprese che ne hanno bisogno e nelle forme necessarie.

2. Come fare in modo che governi e imprese ricevano i finanziamenti nella “forma” desiderata.

2.1 Le imprese

È sicuramente importante che *l'ammontare* dei finanziamenti da destinare all'economia sia adeguato alle necessità. Altrettanto importante, però, è che venga fornito *il tipo di finanziamento* adatto allo stadio di evoluzione dei progetti e delle aziende, tra cui anche: sussidi, capitale di rischio, forme di finanziamento “pazienti”.

Le imprese, infatti, investono se lo ritengono *conveniente*, cioè se i benefici attesi sono superiori al costo del capitale.

Le aziende valutano i “benefici attesi”; il “costo del capitale” si forma nei mercati finanziari.

2.2 I mercati e gli intermediari finanziari

Le risorse dei risparmiatori vanno a governi e imprese tramite le banche e i mercati finanziari.

In Europa, le banche sono i più grandi intermediari finanziari e i più grandi finanziatori di famiglie e imprese. Le banche, però, sono meno adatte, in generale, a finanziare attività ad alto rischio, innovazione o startup.

Negli Stati Uniti, invece, le imprese ottengono i finanziamenti necessari per innovazione e investimenti soprattutto tramite i *mercati dei capitali*. In questi mercati operano gli intermediari finanziari: banche, assicurazioni, fondi di investimento. I primi dieci del mondo gestiscono patrimoni pari al 50% del PIL mondiale, decidono dove investirli, sono presenti nel capitale delle più grandi imprese; cinque di essi sono banche, otto sono americani.

In assenza di intermediari europei “forti”, gli investitori, pur “convinti” del progetto europeo, continuerebbero a canalizzare le risorse tramite i soliti intermediari internazionali, che potrebbero decidere di investire in Europa oppure, come ora, nel resto del mondo.

Quali possono essere gli “**intermediari europei**”, forti, pazienti e “convinti” che il progetto europeo sia meritevole e conveniente?

Vengono individuati, nel rapporto *Draghi*, come intermediari su cui puntare e da orientare verso l'assunzione di maggiori rischi: i Fondi Pensione, la BEI e le Banche di promozione nazionale.

• I Fondi Pensione

I Fondi Pensione hanno un ruolo importante per lo sviluppo delle imprese, perché sono gestiti da un intermediario finanziario in un'ottica di lungo periodo, con la finalità di creare una rendita per integrare la pensione pubblica.

I Fondi Pensione europei sono, *però*, ancora “piccoli” rispetto a quelli americani, crescono lentamente e investono prevalentemente all'estero (fuori dall'Europa). I lavoratori (italiani), inoltre, scelgono spesso linee di investimento garantite o a basso rischio. Anche se ri-orientati (opportunamente) verso gli investimenti in Europa e in forme più rischiose, difficilmente potrebbero dare, almeno nel breve periodo, un contributo significativo.

• La BEI

La BEI è un'istituzione “federale” (fa capo a tutti gli Stati membri dell'UE). Già oggi funziona molto bene, ha un rating elevato (AAA), e andrebbe potenziata, *ma* è pur sempre una banca. La sua attività principale è fornire *finanziamenti* per progetti che contribuiscono a realizzare obiettivi della UE. Nei progetti più rischiosi interviene solo con fondi dedicati e per importi limitati.

• Le “Banche di promozione nazionale”

Sono presenti in tutti i principali Paesi Europei (in Italia: la Cassa Depositi e Prestiti) ed operano nei mercati finanziari secondo principi di “investitore paziente”, direttamente o attraverso propri *Fondi di Private Equity o di Venture Capital*, a volte in sinergia con la BEI. Andrebbero anch'esse potenziate *ma* sono limitate nella disponibilità di risorse patrimoniali (che sono fornite dai governi nazionali), nella capacità e nel costo del credito (godono del rating dei singoli Paesi) e nell'operatività (nazionale).

È certamente *opportuno* potenziare questi intermediari, *ma non sembra sufficiente*.

Il secondo obiettivo

Sarebbe necessario disporre di **nuovi prodotti e nuovi intermediari di dimensione europea**:

- Il “conto di risparmio e investimento” (proposto dalla *Commissione*).
- Un “Fondo Pensione Europeo” (proposto da *Letta e Draghi*).
- Un “Fondo Sovrano Europeo”, (proposto da *Ursula von der Leyen* e fatto proprio, tra gli altri, da Assolombarda) da realizzare nella forma di una grande “Banca di promozione europea” con propri *fondi di Private Equity e di Venture Capital*.

Questi nuovi strumenti e intermediari potrebbero godere di garanzie pubbliche, incentivi fiscali e applicare commissioni ridotte ai risparmiatori.

2.3 I risparmiatori

Con l’*“Unione dei risparmi e degli investimenti”*, la Commissione Europea si pone l’obiettivo di indurre i risparmiatori che, attualmente, mantengono elevate giacenze nei conti correnti ad investire, direttamente o tramite gli intermediari finanziari, nei mercati dei capitali.

I risparmiatori, in generale, sono avversi al rischio: mantengono, infatti, i risparmi in depositi bancari o postali, in titoli di stato. Perché dovrebbero essere incoraggiati e incentivati a passare a investimenti più rischiosi?

È opportuno che i risparmiatori valutino nuove opportunità perché: *“... nonostante i risparmi più elevati, le famiglie dell’UE dispongono di una ricchezza notevolmente inferiore rispetto alle famiglie statunitensi, in gran parte a causa dei minori ritorni sulle loro attività che ricevono dai mercati finanziari” (M. Draghi)*.

I risparmiatori debbono, però, considerare che investire nei mercati dei capitali significa ottenere potenziali maggiori rendimenti ma anche assumere maggiori rischi. Nell’ultimo decennio i mercati finanziari hanno raggiunto i massimi storici e garantito rendimenti molto elevati. Nel primo decennio del secolo, invece, i mercati finanziari non hanno dato rendimenti positivi, penalizzati dalla crisi delle Dot-com del 2001 e dei Subprime del 2008.

Valutando la propria “propensione al rischio” ciascuno dovrà, pertanto, scegliere in quali forme e a chi affidare i propri risparmi, tenendo conto che nei mercati operano, in sostanza, due tipi di intermediari che possono, entrambi, sostenere il progetto europeo:

- i fondi di investimento, le compagnie di assicurazione o i fondi pensione, che raccolgono i risparmi e li investono acquistando strumenti finanziari più o meno rischiosi. Il rischio dell’investimento è, in ogni caso, in capo al risparmiatore, che però beneficia dell’eventuale rendimento (seppure dopo aver pagato laute commissioni).
- la BEI, la CDP e il “nuovo” Fondo Sovrano che, invece, si finanziano utilizzando la raccolta postale (CDP) oppure emettendo obbligazioni, che costituiscono un investimento adatto a tutti i risparmiatori perché godono della garanzia pubblica e offrono rendimenti ridotti ma sicuri. Questi intermediari, poi, effettuano gli investimenti a beneficio di Governi e imprese nei mercati finanziari, assumendosene il rischio, e gli eventuali ritorni economici vanno, come dividendi, agli Stati azionisti e, quindi, a tutti i cittadini.

In conclusione

Integrazione dei Mercati dei Capitali, nuovi intermediari, nuovi prodotti sono tutti elementi *necessari* per canalizzare le risorse dei risparmiatori verso le imprese, ma *“... è improbabile che il miglioramento dei finanziamenti di mercato sblocchi gli investimenti dell’importo desiderato”*.

“... per ottenere investimenti privati aggiuntivi pari a circa il 4% del PIL, sarebbe necessaria una diminuzione del costo del capitale (privato) pari a 250 b.p. ... La maggior efficienza del mercato dei capitali potrebbe contribuire solo in parte... Sarebbero necessari incentivi fiscali” (M. Draghi).

(III) Il ruolo del settore pubblico e il “debito comune”

Il ruolo del settore pubblico dovrebbe essere quello (a) di fare della trasformazione del modello di sviluppo un progetto condiviso da tutti e (b) di porsi come partner delle imprese, aiutandole ad affrontare le sfide e i rischi del cambiamento, offrendo incentivi chiari alle aziende che vogliono contribuire concretamente e mettendo il denaro necessario per coprire quegli investimenti ad alto rischio che il mondo imprenditoriale tende a sostenere in misura insufficiente.

L'Unione Europea e i Governi dovrebbero, pertanto, intervenire:

- con investimenti nei “beni pubblici” (investimenti pubblici)
- con sussidi, benefici fiscali, partnership con le imprese (incentivi agli investimenti privati).

Il terzo obiettivo

Per finanziare beni pubblici e incentivi alle imprese sarebbe necessario procedere all'emissione, in forma permanente, di “debito comune”, come suggerito sia da *Letta* che da *Draghi*.

In particolare, “L'esperienza di Next Generation EU dimostra che è possibile emettere debito comune per finanziare un piano ambizioso di investimenti europei, senza dover creare un'unione fiscale o istituire un Ministero delle Finanze europeo” (F. Panetta).

Tuttavia è necessario fare alcune considerazioni:

• Il problema politico

“Sul punto è importante non nasconderci la verità. La posizione dei Paesi del Nord Europa, Germania e Olanda in testa, è oggi inamovibile. Questi Stati sono riluttanti a fare nuovi finanziamenti comuni, eurobond e debito comune” (E. Letta).

• Il “merito di credito” dell'UE

Il SURE e il NGEU (ed ora il SAFE) sono emessi sul *merito di credito dell'UE*. “Merito di credito” significa valutazione da parte dei mercati della capacità di rimborso dell'Unione che, *in assenza di una capacità fiscale propria*, coincide, sostanzialmente, con la capacità di rimborso e la certezza dei contributi da parte dei singoli Stati. Per questa ragione il debito UE, pur godendo di un rating AAA, viene emesso con uno *spread* che è connesso alla media ponderata degli *spread* dei singoli Stati. Poiché, inoltre, è stato sottoscritto in prevalenza da investitori istituzionali, il mercato ha poco spessore e liquidità e la quotazione del decennale mantiene uno *spread* di quasi 50 b.p. su quello tedesco.

• La destinazione dei fondi

Il SURE e il NGEU (ed ora il SAFE) sono destinati a *finanziare progetti nazionali* e non, come invece sarebbe necessario, *investimenti europei*. Che interesse potrebbe avere la Germania o l'Olanda a finanziare progetti tedeschi o olandesi utilizzando fondi UE che, come abbiamo visto, sono più costosi di quelli che potrebbero ottenere direttamente sui mercati?

• Il problema del rimborso

Il SURE e il NGEU sono stati emessi per importi limitati e promessa di rimborso a scadenza perché “unici”. Servirebbe, invece, *l'emissione in via continuativa e per importi rilevanti di un safe asset europeo*, per il quale si porrebbe, alla scadenza, solo il problema del “rinnovo”.

(IV) In conclusione

Le sfide che l'UE deve affrontare richiederebbero, in realtà, *Istituzioni Federali*.

Il problema di fondo è che Istituzioni Federali implicano cessione di sovranità. Un bilancio europeo e capacità fiscale europea implicano la riduzione della capacità fiscale dei singoli Stati. Più "debito comune" comporta meno debito dei singoli Paesi.

Il tema della maggiore "integrazione" e della "cessione di sovranità" richiederebbe di essere affrontato in maniera esplicita *"attraverso la via maestra di un dibattito costituzionale"* (S. Fabbrini) che, purtroppo, non sembra essere all'ordine del giorno.

"Completare l'Europa e realizzare un'Europa Federale è la sfida di noi riformisti, altrimenti non abbiamo futuro" (Romano Prodi).

Ritengo, pertanto, che sia giunto il momento che i nostri politici, costituzionalisti, politologi e filosofi lancino una grande sfida politica e culturale, come quella combattuta e vinta dai federalisti americani alla fine del settecento, a favore di un'Europa Federale contro la concezione, proposta dalle destre, di un'Europa Confederale che, purtroppo, sembra si stia invece realizzando.

Relazione di Virgilio Fenaroli
Eremo San Salvatore
22 giugno 2025