

IL SALTO CHE MANCA ALLE BANCHE EUROPEE

In breve

L'Unione europea può contare sul tanto risparmio privato dei suoi cittadini, ma fatica a canalizzarlo verso investimenti produttivi a lungo termine. Ora la Commissione propone la *Saving and Investments Union*. Può funzionare solo se solidamente fondata sul contributo delle banche, che in Europa svolgono un ruolo cruciale nel finanziamento delle piccole e medie imprese. Sviluppare il mercato, rendere gli istituti di credito europei competitivi a livello globale e salvaguardarne al contempo la solidità richiede strategie radicalmente nuove. Dunque, occorre modificare l'attuale regolamentazione, per permettere l'introduzione di nuovi strumenti di risparmio personale e previdenziale. E occorre rivalutare la cartolarizzazione del credito, fin qui penalizzata dalla pessima fama acquisita nella grande crisi finanziaria. Serve un minimo di consenso politico, ma soprattutto serve l'azione di alcuni operatori volenterosi.

Ignazio Angeloni e Marco Pagano

Ignazio Angeloni è *non-resident fellow* presso l'Institute for European Policymaking dell'Università Bocconi e *senior policy fellow* presso il Leibniz Institute for Financial Research SAFE di Francoforte. Dal 2014 al 2019 è stato membro del Consiglio di vigilanza della Bce. Nel 2012-2013, è stato Direttore generale per la stabilità finanziaria presso la Bce.

Marco Pagano insegna finanza all'Università di Napoli Federico II, dove dirige il CSEF. In passato ha insegnato in Bocconi e all'Imperial College, ha fondato la Review of Finance con Josef Zechner e ha presieduto l'EIEF e il consiglio scientifico dell'ESRB.

Del rafforzamento dell'architettura finanziaria europea si parla ormai da un decennio. E a dicembre 2025, la Commissione europea ha presentato le sue proposte sulla *Saving and Investments Union* – Unione del risparmio e degli investimenti (ci riferiamo all'insieme di proposte del *Market Integration Package* e ad alcune precedenti più specifiche). L'idea di unificare risparmio e investimenti in un'unica cornice strategica è intuitiva: l'Unione europea dispone di un'elevata capacità di risparmio privato, ma fatica a canalizzarla verso investimenti produttivi ad alto rischio e a lungo termine.

Ma cosa significa concretamente la proposta? Si tratta di un cambio di paradigma nelle politiche finanziarie europee o dell'ennesima riformulazione retorica di obiettivi già noti, come la *Capital Markets Union* o il completamento dell'Unione bancaria? Senza una definizione chiara, l'Unione del risparmio e degli investimenti si riduce a uno slogan politicamente spendibile ma privo di contenuto trasformativo.

I tre obiettivi da conciliare

La posta in gioco non è tanto l'enunciazione di nuovi obiettivi, quanto la capacità di individuare strumenti realistici e politicamente praticabili che consentano di allineare il funzionamento del sistema finanziario europeo alle esigenze di crescita, di transizione tecnologica e di autonomia strategica dell'Unione europea. E fare tutto questo in un contesto internazionale reso più competitivo dalla deregolamentazione voluta dall'amministrazione Trump e che rischia di estendersi ad altre piazze bancarie.

Conciliare i tre obiettivi – sviluppare il mercato, rendere le banche competitive a livello globale e salvaguardarne al contempo la solidità prudenziale – richiede strategie radicalmente nuove, con cui la *Saving and Investments Union*, come finora impostata, appare solo in parte coerente.

L'Europa come sistema bancocentrico

Prima di tutto, bisogna partire da una constatazione: l'Europa è – e rimarrà nel prevedibile futuro – un sistema finanziario bancocentrico. Le banche svolgono un ruolo dominante nell'intermediazione finanziaria, in particolare nel finanziamento delle piccole e medie imprese che costituiscono l'ossatura del tessuto produttivo europeo.

Tentare di replicare il modello statunitense non è quindi realistico, date le differenze istituzionali, giuridiche e culturali tra l'Europa e gli Stati Uniti. Invece, la *Saving and Investments Union* dovrebbe essere intesa come un progetto di integrazione funzionale tra le banche e i mercati dei capitali. Le banche europee devono essere considerate non come un ostacolo, ma come un veicolo essenziale per lo sviluppo dei mercati dei capitali europei, che cresceranno solo nella misura in cui gli istituti saranno spinti e messi nella condizione di parteciparvi attivamente.

I limiti della regolamentazione attuale e dell'agenda sull'Unione bancaria

Va anche detto che il tradizionale dibattito sul completamento dell'Unione bancaria si è concentrato sulla creazione di un sistema europeo di assicurazione dei depositi, sul rafforzamento della rete di protezione (*backstop*) del Fondo di risoluzione unico e sul trattamento dei titoli di stato dei singoli paesi nei bilanci bancari. Obiettivi rilevanti per la stabilità di un mercato integrato del credito, ma politicamente controversi. I conflitti di interesse tra gli stati membri, le divergenze nei livelli di rischio percepiti e le resistenze alla condivisione delle perdite hanno bloccato qualsiasi progresso significativo.

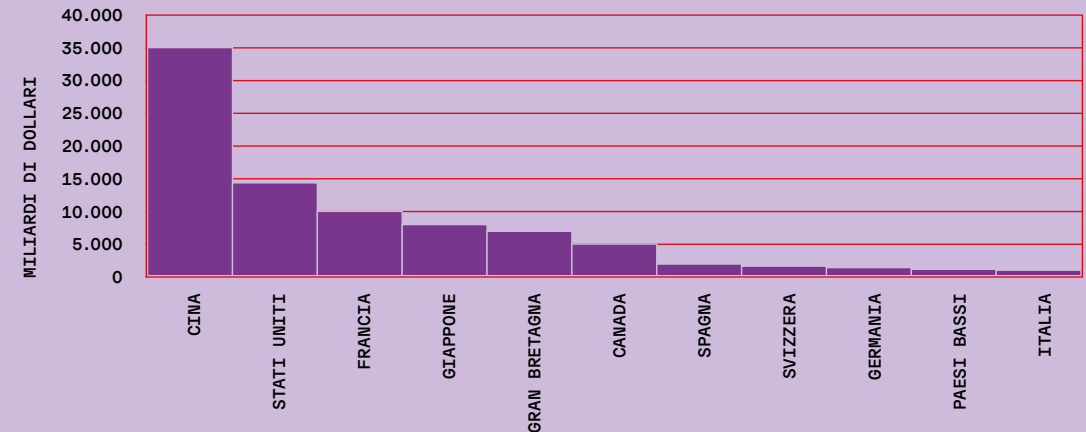
Sono obiettivi solo marginalmente connessi allo sviluppo dei mercati dei capitali e alla loro integrazione nell'Unione europea. Anche se fossero pienamente realizzati, non garantirebbero né un aumento del finanziamento di mercato per le imprese né l'incanalamento del risparmio europeo in un mercato dei capitali integrato a livello continentale.

È necessario quindi rifocalizzare il dibattito. Più che insistere su riforme istituzionali bloccate da anni, occorre individuare una strategia alternativa, meno controversa sul piano politico e, soprattutto, capace di conferire alle maggiori banche europee la capacità e gli incentivi per diventare gli agenti dell'evoluzione e dell'integrazione del mercato europeo dei capitali.

Partiamo dalla capacità. Come mostra la figura a destra, basata sulla classifica dimensionale delle quaranta più grandi banche globali nel 2025 (prodotta da S&P Global Market Intelligence), quelle europee sono ben lontane dall'occupare i posti che il peso economico e strategico del continente – desiderato o effettivo che sia – comporterebbe. La loro debolezza si misura anche nel frazionamento tra giurisdizioni nazionali. Il credito è fortemente segmentato lungo linee di frontiera nazionali ed è in larga misura erogato da banche di dimensioni così ridotte da non poter competere validamente a livello sovranazionale sui mercati

dei capitali nelle attività di collocamento dei titoli e di *investment banking*.

ATTIVITÀ PATRIMONIALI TOTALI DELLE MAGGIORI 40 BANCHE GLOBALI, PER PAESE



Nota: le attività patrimoniali totali consistono nel valore complessivo di tutti gli asset di una banca, ossia la somma di ciò che possiede e dei crediti vantati, come risulta dal suo bilancio. È un indicatore della dimensione complessiva di una banca.
Fonte: S&P Global Market Intelligence, 2025.

Oltre a non possedere la massa critica e la presenza internazionale necessarie, le banche europee non hanno incentivi sufficienti a farsi parte attiva nello sviluppo del mercato dei capitali. La raccolta del risparmio, di cui sono pressoché monopoliste, continua ad avvenire prevalentemente con strumenti poco sofisticati, come il deposito bancario in conto corrente. La gestione professionale del risparmio è relativamente poco sviluppata, con la parziale eccezione del sistema francese. Le politiche e i regolatori nazionali scoraggiano l'espansione delle banche oltrefrontiera e nel mercato dei capitali, per trattenere il risparmio entro i confini nazionali e facilitare il collocamento di titoli pubblici. La stessa regolamentazione bancaria europea non sostiene pratiche di mercato come la cartolarizzazione, che invece nell'esperienza storica di altri paesi hanno dimostrato di contribuire allo sviluppo del mercato dei capitali.

Arretratezze e ostacoli possono essere rimossi all'interno della stessa strategia dell'Unione del risparmio e degli investimenti agendo in due direzioni. Dal lato delle banche, favorendone la crescita dimensionale e la proiezione internazionale, rendendo così un ristretto nucleo di banche europee in grado di competere con successo a livello globale. Dal lato del mercato, si possono stimolare iniziative private volte alla creazione di elementi costitutivi (*building blocks*) del

mercato finanziario che oggi mancano, ma che sono necessari in una struttura finanziaria evoluta.

Quattro linee di azione

L'Unione bancaria, che pure è efficace su vari fronti, ha finora mancato l'obiettivo di creare un sistema bancario integrato. Non mancano iniziative da parte delle banche per estendere l'attività all'estero, ma sono limitate e sporadiche. In prevalenza, il sistema resta segmentato lungo confini nazionali, il che ne limita la crescita e la capacità competitiva. Il freno deriva dalla regolamentazione, non solo nazionale ma anche europea, e dall'intromissione degli stati, che per ragioni politiche ed economiche cercano di mantenere l'attività bancaria nel proprio paese. Ne deriva una situazione paradossale, dove il tentativo di rafforzarsi all'interno del singolo paese si traduce in una debolezza complessiva che penalizza tutti.

Come reagire? Una prima linea di azione consiste nel rendere l'attività bancaria nell'area dell'euro equivalente, in tutto, a quella nazionale. Una delle proposte del rapporto Draghi mira a creare un'unica giurisdizione per le banche transfrontaliere nell'Unione bancaria, "indipendente dal paese" (*country-blind*) ai fini della vigilanza prudenziale e della gestione delle crisi. La modifica è coerente nello spirito con la legge bancaria europea vigente, ma richiederebbe aggiustamenti normativi, soprattutto per rimuovere ostacoli all'attività transfrontaliera preesistenti e rimasti anche dopo il suo varo, che ne minano la coerenza.

La seconda linea di azione, complementare alla prima e indispensabile per assicurarne l'efficacia, è più esplicitamente politica. Una regolamentazione europea coerente non può essere efficace se gli stati membri interferiscono con il mercato promuovendo campioni bancari nazionali secondo disegni asserviti alla politica. È accaduto di recente in Germania, dove governi di diverso colore si sono trovati d'accordo nell'osteggiare l'intervento di Unicredit su Commerzbank. Ed è accaduto in Italia, dove il governo non si stanca di difendere "l'italianità" del risparmio. È necessario raggiungere una convergenza di intenti tra i paesi dell'area euro (almeno i principali) che consenta la crescita di soggetti bancari europei transfrontalieri. Un'intesa resa urgente dai rischi geopolitici che richiedono di rafforzare l'autonomia dell'Unione e la sua forza competitiva in tutte le dimensioni, compresa quella finanziaria.

La terza linea di azione riguarda il mercato. L'obiettivo qui è spingere il risparmio personale e previdenziale a contribuire allo sviluppo del mercato dei capitali. Un recente rapporto dell'Institute for European Policymaking dell'Università Bocconi propone l'introduzione di nuovi strumenti di risparmio individuali e previdenziali di secondo e terzo pilastro (che cioè

si affiancano all'accumulo di risparmio della pensione pubblica), con incentivi che incoraggino l'investimento nel capitale di rischio. Modellati in parte sull'esempio svedese (*Investeringssparkonto*, o *Isk*), questi strumenti incorporerebbero schemi già esistenti in alcuni paesi. Le risorse così raccolte alimenterebbe un pool unico di risparmio europeo, accessibile a pari condizioni da investitori europei privati e pubblici.

La quarta linea di azione riguarda la cartolarizzazione del credito. Stigmatizzata per il suo contributo alla genesi della grande crisi finanziaria e, perciò, penalizzata dalla regolamentazione, in realtà, se ben regolamentata, può essere un volano efficace per l'avvio del mercato mobiliare. Sempre il rapporto Bocconi suggerisce che ciò avvenga attraverso un trattamento regolamentare più favorevole e l'introduzione di *market maker* che contribuiscano alla liquidità dei prodotti cartolarizzati standard. L'iniziativa dovrebbe essere privata, ma, almeno nella fase iniziale, richiederebbe sostegno pubblico.

Le ultime due proposte combinano sviluppo del mercato e coinvolgimento delle banche, incentivandole a contribuire. Entrambe potrebbero avvenire per iniziativa dei soggetti bancari internazionalmente più attivi (le banche transfrontaliere a cui si riferiscono le prime due linee di azione), consolidandone il ruolo nella raccolta del risparmio.

Dove trovare operatori "volonterosi"

Da trent'anni l'Europa si sforza di realizzare un'Unione dei servizi bancari; da quindici, si è aggiunto a quest'obiettivo quello dell'Unione del mercato dei capitali. Sul primo si sono fatti progressi importanti, ma incompleti. Le nuove sfide globali e la necessità di una maggiore autonomia strategica richiedono all'Europa un nuovo sforzo su entrambi i fronti.

Abbiamo proposto qui quattro linee di azione per rafforzare il programma della Commissione: due riguardano le banche e due il mercato finanziario. Richiedono un minimo di sostegno politico, ma dipendono soprattutto dall'iniziativa privata. Possono essere realizzate, o almeno avviate, da gruppi di operatori e paesi "volonterosi". Non devono necessariamente essere limitate all'Unione. Uno degli elementi forse più incoraggianti del quadro attuale è che la crisi di quello che viene chiamato il "vecchio ordine mondiale" avvicina fra loro i paesi europei, inclusa la Gran Bretagna; rende meno rilevanti i confini dell'Unione, esaltando interessi e rischi condivisi che ne travalicano i confini e coinvolgono anche paesi extraeuropei, fra quelli che il primo ministro canadese Mark Carney nel suo recente discorso al World Economic Forum di Davos ha chiamato "medie potenze" (*middle powers*).