MONETA E CREDITO

Moneta e Credito

Vol. 78 n. 310 (giugno 2025)

Articolo

Le banche e la finanza nell'Europa del Rapporto Draghi

LORENZO ESPOSITO,* GIUSEPPE MASTROMATTEO

Abstract:
Nel Rapporto Draghi, pubblicato nel settembre 2024, viene analizzato il difficile momento economico dell'Unione Europea. Anche se non si occupa direttamente delle banche e della finanza, il Rapporto presenta proposte ambiziose per rilanciare la competitività europea che richiederanno investimenti di almeno 800 miliardi di euro l'anno per un quinquennio, ponendo con ciò la necessità di una piena mobilitazione della finanza pubblica e dei risparmi privati. In questo articolo cercheremo di far emergere le logiche che animano il Rapporto Draghi, esaminando come analizza sia il tema dei mercati finanziari sia i necessari sviluppi del sistema bancario europeo, che il Rapporto propone di sviluppare verso il modello americano, anziché approfondire una possibile alternativa anche in relazione conflittuale verso quel modello, per garantire il futuro dell'Unione.

Banks and finance in the Europe of the Draghi Report

The Draghi Report, published in September 2024, analyzes the European Union's challenging economic situation. Although it does not directly address banking and finance, the Report presents ambitious proposals to boost European competitiveness. These will require investments of at least €800 billion annually for five years, thus highlighting the need for a full mobilization of public finances and private savings. In this article, we will seek to uncover the rationale behind the Draghi Report, examining its analysis of both financial markets and the necessary developments within the European banking system. The Report proposes developing the system along the lines of the American model, rather than exploring a possible alternative, even one that may conflict with that model, to ensure the Union's future.

Esposito: Università Cattolica del Sacro Cuore e Banca d'Italia, Milano,
email: lorenzo.esposito@bancaditalia.it
Mastromatteo: Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano,
email: giuseppe.mastromatteo@unicatt.it

Per citare l'articolo:
Esposito L., Mastromatteo G. (2025), "Le banche e la finanza nell'Europa del Rapporto Draghi", *Moneta e Credito*, 78 (310), pp. 121-139.

DOI:
https://doi.org/10.13133/2037-3651/18682

JEL codes:
N14, N24, N44

Keywords:
European banking system, Draghi Report, capital market union, competition

Homepage della rivista:
https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito

Il 17 settembre 2024, Draghi ha presentato il Rapporto (Draghi et al., 2024a e 2024b) commissionato nel 2023 dai vertici delle istituzioni europee per analizzare la difficile situazione economica dell'Unione sul piano della competitività. Il Rapporto faceva seguito a diverse iniziative concernenti questi stessi argomenti come, in particolare, i piani d'azione del Consiglio Europeo illustrati nella riunione del 27 giugno 2024. Il Rapporto,[1] complessivamente superiore alle 400

* Le opinioni espresse dall'autore sono personali e non impegnano l'Istituto d'appartenenza.
[1] D'ora in poi con "Rapporto" (senza altre indicazioni) indichiamo il Rapporto Draghi.

Quest'opera è distribuita con licenza internazionale Creative Commons Attribuzione – Non commerciale – Non opere derivate 4.0. Copia della licenza è disponibile alla URL http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/

pagine, esamina nel dettaglio dieci settori economici e le relative iniziative ritenute vitali per rilanciare l'economia europea. In questo lavoro approfondiremo un particolare aspetto che, sebbene non considerato specificamente tra i settori chiave, è comunque centrale: il sistema bancario e finanziario. Ci interrogheremo su quale sistema bancario europeo il Rapporto abbia in mente, come ciò si leghi ai suoi obiettivi complessivi e quali prospettive aprirebbe uno sviluppo del sistema finanziario europeo in quella direzione.

Il Rapporto presenta ambiziose proposte identificando la necessità di nuovi finanziamenti per quasi 800 miliardi di euro l'anno per almeno 5 anni, circa il 5% del PIL dell'Unione. Mobilitare queste risorse richiederà sia ingenti investimenti pubblici sia il pieno coinvolgimento del settore privato. Di qui la necessità di condividere le finalità del Rapporto con il sistema finanziario e i risparmiatori. Vi è poi un altro tema generale, toccato dal Rapporto, di diretta ricaduta sul mondo finanziario, ed è quello della concentrazione. Si evidenzia che le aziende europee, in ogni settore, incluso quello bancario, registrano dimensioni inferiori ai propri competitor americani e cinesi, rendendo ardua una concorrenza ad armi pari. Si affrontano poi una serie di questioni chiave per la finanza europea, in particolare la *capital market union* (CMU) e *safe assets* comuni, già analizzati in altri documenti delle istituzioni europee.

In questo articolo cercheremo di far emergere le logiche che animano il Rapporto Draghi, non sempre allineate tra loro, mostrando come queste contraddizioni non nascano da un deficit di analisi, rigorosa e ben argomentata, ma vadano ascritte alla natura della governance europea, in ritardo rispetto all'accelerazione che sta assumendo la nuova architettura politica internazionale.

L'articolo è strutturato come segue. Nel primo paragrafo discuteremo di come il Rapporto affronti il tema del finanziamento degli ambiziosi piani proposti; nel secondo ci occuperemo delle proposte relative ai mercati finanziari europei e in particolare della CMU; ci occuperemo poi del tema della concentrazione finanziaria e della morfologia del sistema bancario europeo; passeremo quindi a discutere di come il Rapporto interpreti le lezioni del passato sulla stabilità finanziaria. Infine, analizzeremo come cerchi di contemperare aspetti geopolitici ed economici nella relazione via via più conflittuale tra Unione Europea e Stati Uniti. Ne trarremo la conclusione che proprio nella diversità della visione geopolitica tra le sponde dell'Atlantico dovrebbe situarsi anche la diversa natura e struttura dei rispettivi sistemi finanziari.

1. Il finanziamento dell'ambizione europea

Il Rapporto pone progetti ambiziosi all'Europa e sottolinea la necessità della piena mobilitazione delle risorse pubbliche e private a questo scopo, per una cifra che, come detto, si avvicina complessivamente a un quarto del PIL europeo. Questo è importante perché negli ultimi anni l'UE si è caratterizzata per un ridotto flusso di investimenti privati rispetto ai propri competitor, e questo divario, dopo la pandemia, è peggiorato anche sul versante degli investimenti pubblici, nonostante piani come il NextGenEU e il PNRR. Questa rinnovata spinta agli investimenti, secondo il Rapporto, permetterebbe di riavviare una dinamica di crescita senza significative ricadute macroeconomiche negative, ad esempio in termini inflazionistici. In particolare, il Rapporto sostiene che gli investimenti accresceranno la produttività e per questa via aumenteranno occupazione, profitti ed entrate fiscali, riducendo l'onere degli investimenti stessi, anche se questa previsione, sicuramente valida in generale, non è corredata da una stima concreta.

Per quanto concerne le risorse pubbliche, nel Rapporto, e in diversi interventi di importanti esponenti di istituzioni europee, si fa accenno alla necessità di sviluppare strumenti finanziari comuni, di solito definiti *safe assets* – e che per maggior concretezza chiameremo *eurobond* – come

passo decisivo in questa direzione (Allenbach-Amman, 2023). Questa idea presenta però due rilevanti difficoltà. La prima è che alcuni paesi membri chiave dell'UE sono contrari. In particolare, lo stesso giorno in cui Draghi ha presentato il Rapporto, il ministro delle finanze tedesco Lindner ha escluso ogni apertura in tal senso (Martuscelli, 2024). In secondo luogo, non è chiaro come inserire questi titoli nell'impianto del Trattato di Maastricht, e in particolare, nel revisionato Patto di Stabilità e Crescita. Infatti, in assenza di una significativa capacità di spesa centrale per l'assenza di uno Stato federale sul modello tedesco o statunitense, gli eurobond, ai fini delle regole sull'indebitamento dei governi, dovrebbero essere distribuiti pro quota tra i paesi, determinando dunque, sul piano del rapporto debito pubblico/PIL, una situazione non molto discosta da quella prodotta dall'emissione da parte dei singoli paesi membri. Questo renderebbe difficile impostare la dinamica flettente del rapporto prevista dal Patto, considerando che, allo stato attuale, il rapporto medio nell'UE è di gran lunga superiore ai limiti posti dalle norme europee. Tuttavia, l'emissione di eurobond potrebbe beneficiare di un "*convenience yield*", un premio in termini di minor rendimento derivante dalla scarsità di asset di elevata qualità denominati in euro, che potrebbe consentire di emettere sino al 15% del PIL dell'area (Ando et al., 2023), il che si rifletterebbe in un minor onere del debito. Ad esempio, se l'Italia potesse emettere debito con il rating migliore dell'Unione, avrebbe un risparmio significativo ogni anno. Se ipotizziamo uno spread medio di 150 punti base, ogni anno l'Italia risparmierebbe circa 5 miliardi di euro. Il Rapporto enumera diverse motivazioni a favore degli eurobond, sia per aiutare la crescita dei mercati finanziari europei e attrarre capitali internazionali sia per alimentare gli investimenti europei, sottolineando però la necessità di mantenere le salvaguardie che questo passo richiederebbe, ferme restando le citate contrarietà di numerosi Stati membri.

Di difficile utilizzo appare anche la leva delle imposte. Se fossero aumentate quelle sulle imprese, si inciderebbe sulla loro competitività, obiettivo chiave del Rapporto, e se si aumentassero quelle sul lavoro si deprimerebbe la domanda già alquanto stagnante. Lo stesso Draghi ha osservato che le politiche di bassi salari come mezzo per migliorare la competitività esterna hanno determinato il debole ciclo economico europeo degli ultimi anni (Draghi, 2024). Gli Stati Uniti hanno invece fatto pieno ricorso agli stimoli fiscali. Il paese, presenta, infatti, un deficit fiscale ininterrottamente dal 2001. In questo lasso di tempo il debito federale è passato dal 33 a oltre il 100% del PIL e si prevede che crescerà sino al 122% entro il 2035. Buona parte di questo sensibile aumento è stato creato da un drastico calo delle tasse sui redditi più alti e sulle società (Galston, 2024). Sebbene vi siano numerose analisi critiche sulla sostenibilità di questa traiettoria (Rubin, 2024), il ruolo centrale del dollaro sui mercati internazionali, sia di materie prime che finanziari, permette una maggiore libertà fiscale al governo americano che lo ha utilizzato per migliorare il vantaggio competitivo delle proprie imprese.

Considerate le difficoltà nell'attingere alle risorse pubbliche, il Rapporto sottolinea la necessità di ricorrere alla mobilitazione del risparmio privato, e dunque di modificare alcune delle coordinate del sistema finanziario europeo, a partire dalla sua composizione. Il risparmio privato è composto, infatti, principalmente da depositi bancari e titoli tradizionali, essenzialmente azioni e obbligazioni o strumenti finanziari costruiti su tali attività, come fondi comuni ed ETF. In proposito, diversi documenti delle istituzioni europee osservano che il risparmio europeo è cospicuo ma, per così dire, passivo. Il Rapporto Letta osserva: "L'Unione Europea ospita ben 33 mila miliardi di euro di risparmi privati, prevalentemente detenuti in valuta e depositi. Questa ricchezza, tuttavia, non viene sfruttata appieno per soddisfare le esigenze strategiche dell'UE. Una tendenza preoccupante è il passaggio ogni anno di circa 300 miliardi di euro di risparmi delle famiglie europee su mercati esteri, principalmente verso l'economia americana, a causa della frammentazione dei nostri mercati finanziari" (Letta, 2024, p. 11, nostra traduzione). Ora rispetto

alla mole dei risparmi privati, la cifra richiesta dal Rapporto Draghi rappresenta una quota esigua (meno del 2,5% annuo). Tuttavia, seppure non in proporzioni elevate, occorre re-indirizzare i flussi di risparmio verso gli strumenti finanziari idonei a promuovere l'agenda Draghi. In questo senso il Rapporto osserva: "la capacità del bilancio dell'UE di mobilitare investimenti privati tramite strumenti di condivisione del rischio è limitata da una scarsa propensione al rischio" (Draghi et al., 2024b, p. 289, nostra traduzione[2]). Questa osservazione parrebbe indicare la necessità di emettere strumenti appetibili sotto il profilo del rendimento, il che però comporterebbe il venir meno del vantaggio degli eurobond in termini di risparmio sul costo di emissione.

In alternativa, per rendere più attraenti questi strumenti si potrebbe ridurne la tassazione: agli interessi sugli eurobond si potrebbe attribuire un'aliquota fiscale ridotta, rendendoli così più competitivi (come avviene oggi, ad esempio, per i titoli del debito pubblico italiano). Questo, però, potrebbe costringere gli altri emittenti, a partire dagli Stati nazionali, ad aumentare il rendimento lordo dei propri titoli per mantenerne la convenienza in termini di rendimento netto. In secondo luogo, si potrebbe cercare di spingere i risparmiatori a destinare una parte maggiore della propria ricchezza agli eurobond attraverso la *financial education*. Analizzando la differenza tra Stati Uniti ed Europa, un recente rapporto sul sistema finanziario europeo osserva: "In media, le famiglie europee detengono circa il 32% delle proprie attività finanziarie in contanti e depositi, rispetto al 12% delle famiglie statunitensi, che invece investono quasi il 50% dei propri risparmi in azioni e fondi di investimento, rispetto a circa il 30% delle loro controparti europee" (Lannoo et al., 2024, p. 24, nostra traduzione). Questo gap è almeno in parte ricondotto proprio a un tema di competenze finanziarie: "Oltre a una potenziale mancanza di misure idonee per incanalare i risparmi dell'UE in fondi comuni di investimento e fondi pensione…la preferenza delle famiglie europee per contanti e depositi, ovvero per conservare i propri asset in modo più semplice e presumibilmente più sicuro, potrebbe essere correlata a un'insufficiente educazione finanziaria" (ibidem). In effetti sul piano dell'educazione finanziaria in molti paesi europei le competenze sono sotto la media OCSE, inclusi Francia, Portogallo, Polonia, con l'Italia addirittura ultima (Broyer e Charnay, 2024). La maggior percezione del rischio da parte dei risparmiatori europei potrebbe essere connessa anche all'assenza di *safe assets*, il che renderebbe la creazione degli eurobond ancora più efficace. Tuttavia l'effetto di programmi di *financial education* si manifesta solo nel tempo, non si tratta dunque di una leva che possa dare risultati immediati nei prossimi anni, come invece richiede il Rapporto.

La via del risparmio privato appare, dunque, possibile sul piano quantitativo ma non facile su quello delle concrete modalità atte a mobilitare queste risorse. Una sorta di terza via tra settore privato e pubblico è costituita dalle banche nazionali di sviluppo. Nel dopoguerra, molti governi europei costituirono banche nazionali di sviluppo per finanziare le proprie politiche industriali (Nyikos, 2017). Altre volte si sono serviti di banche ordinarie ma di proprietà pubblica per compiti simili (si pensi alle "BIN" – le banche di interesse nazionale dell'IRI – nell'Italia degli anni '60). Pur dopo decenni di privatizzazioni e riduzione del peso pubblico nel settore creditizio, si tratta di realtà che hanno ancora una certa rilevanza in Europa (Nyikos e Kondor, 2022). Il Rapporto menziona a più riprese questo settore, ad esempio proponendo di sviluppare le garanzie finanziarie fornite dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI) e dalle banche nazionali di sviluppo, di aumentare il bilancio del Fondo Europeo per gli Investimenti sempre parte del gruppo BEI. Si fa anche il caso della European Hydrogen Bank, EHB (Draghi et al., 2024a, p. 43). Nel 2022,

[2] Il Rapporto Draghi è diviso in due parti. La prima parte analizza la situazione europea in generale, la seconda, cinque volte più lunga, tratta delle singole politiche e dei singoli settori economici. In questo lavoro le citeremo come "Draghi et al., 2024a" e "Draghi et al., 2024b".

la Commissione Europea ha lanciato questa banca che non è un'azienda di credito in senso proprio ma più uno strumento di finanziamento, gestito internamente dai servizi della Commissione. L'obiettivo principale del progetto è infatti sbloccare gli investimenti privati relativi alla catena produttiva dell'idrogeno, sia all'interno dell'UE che a livello globale, creando, al contempo, un mercato di scambio per i contratti relativi al "green hydrogen", con ciò offrendo nuove opportunità di crescita e posti di lavoro.[3] Alle banche nazionali di sviluppo il Rapporto riserva dunque il compito di mobilizzare il capitale privato per favorire l'introduzione di tecnologie relative alle fonti rinnovabili (Draghi et al., 2024b, pp. 108-109). L'esempio della EHB mostra che il cambiamento di prospettiva proposto è dunque parziale poiché l'attore pubblico nel campo finanziario non si sostituisce agli operatori privati ma ne aiuta la crescita. Ad ogni modo il Rapporto tocca un tema rilevante: la mobilitazione del sistema bancario come leva della politica industriale (Baravelli, 2024).

2. I mercati europei e la *capital market union*

Prima di analizzare le proposte del Rapporto per il settore bancario, è opportuno riferirsi alle iniziative concernenti il settore finanziario più in generale. Nel 2008, quando i mercati finanziari, anche quelli dell'Unione, vennero investiti dalla crisi mondiale, si aprì un dibattito sul funzionamento dei mercati e sul venir meno della loro presunta capacità di autoregolarsi che possiamo sintetizzare nella famosa affermazione di Ackerman, allora CEO di Deutsche Bank, che dichiarò: "non credo più nella capacità dei mercati di curarsi da soli" (Skapinker, 2008). Dopo un cospicuo intervento pubblico necessario per salvare le banche e gli altri operatori finanziari, le istituzioni europee hanno sviluppato un piano di riforme strutturato e complesso per aumentare la stabilità finanziaria e la coesione dell'UE a partire dal Rapporto Larosière (Larosière et al., 2009). La crisi dell'euro del 2011-2012, fermata dal famoso discorso di Draghi del "whatever it takes", dimostrava che le riforme non avevano ancora inciso in modo significativo sulla stabilità sistemica. Ne seguì un rinnovato impulso alla riforma del funzionamento della finanza europea che produsse, come principale risultato, l'Unione bancaria, che ha unificato la supervisione bancaria presso il Meccanismo di Vigilanza Unico, gestito dalla Banca Centrale Europea (BCE) con il supporto delle banche centrali e delle autorità di vigilanza nazionali. La più importante riforma proposta per i mercati era la *capital market union* (CMU), il cui scopo principale era ridurre la dipendenza delle aziende europee dai finanziamenti delle banche. Unire i mercati dei capitali avrebbe eliminato gli ostacoli alla crescita delle imprese e avrebbe dato impulso a una loro maggiore interazione continentale (Kudrna, 2016). Secondo il Rapporto, la CMU avrebbe risolto diverse debolezze strutturali che caratterizzano l'economia europea. In primo luogo, l'assenza di un mercato unico dei capitali rende l'emissione di titoli più costosa per la loro minore liquidità, tanto da rendere spesso conveniente il ricorso al canale creditizio. In secondo luogo, la frammentazione dei mercati rende meno efficace la trasmissione della politica monetaria, talché quando la BCE riduce i tassi, la trasmissione di questo allentamento sulle condizioni di finanziamento è più lenta e meno ampia che negli Stati Uniti. Anche a parità di stimolo da parte della banca centrale, dunque, l'effetto sull'economia è inferiore. In terzo luogo, un mercato frammentato riduce l'*appeal* dei titoli europei e in particolare di quelli denominati in euro, facilitando il deflusso del risparmio europeo verso i mercati esteri. Per facilitare lo sviluppo della CMU, il Rapporto fa numerose proposte, a partire dalla trasformazione dell'European Securities and Markets Authority (ESMA) in una vera e propria autorità di vigilanza europea simile alla

[3] Si veda online.

Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense con più poteri e che faciliterebbe anche la fusione degli operatori; propone anche la creazione di un'unica piattaforma di controparte centrale e di un unico depositario centrale per il trading di titoli come via per ridurre la frammentazione dei mercati finanziari europei e favorire la crescita degli operatori.

A più riprese in questi ultimi dieci anni le istituzioni europee hanno evidenziato gli scarsi progressi verso la CMU, soprattutto per le molteplici emergenze che hanno colpito l'Europa dopo la crisi dell'euro (in particolare, la Brexit, la pandemia e, da ultimo, la guerra in Ucraina). I sostenitori della CMU sottolineano che queste crisi l'hanno resa più necessaria di prima. Ad esempio, in un articolo scritto dagli allora ministri delle finanze di Francia e Germania, si sottolinea che nell'ultimo decennio la crescita del mercato dei capitali dell'UE è stata molto negativa rispetto agli Stati Uniti e ad altre grandi economie e che oggi il mercato azionario statunitense, rapportato al PIL, è più del doppio di quello dell'UE (Le Maire e Lindner, 2023). Similmente, in un Rapporto Eurofi si fa osservare che, tra il 2015 e il 2021, mentre i mercati azionari sono passati, negli Stati Uniti, dal 137% al 227% del PIL, nell'UE sono passati solo dal 61 all'81% e analoga dinamica ha interessato gli altri mercati finanziari (Truchet, 2023). L'urgenza di creare la CMU per fermare questo declino è stata ribadita nel già citato Rapporto Letta così come in altri documenti (Bini Smaghi, 2024). Il Rapporto Draghi sottolinea l'importanza della CMU anche come via per ravvivare taluni segmenti del mercato, come quello delle cartolarizzazioni, su cui torneremo. Sottolinea anche che una piattaforma realmente europea per i mercati di capitali necessiterebbe di un asset comune, e in questo modo il Rapporto lega la CMU alla necessità degli eurobond. Anche il Governatore della Banca d'Italia Panetta, nell'osservare che la creazione della CMU avrebbe bisogno di un *safe asset* europeo, ha sottolineato come questi strumenti potrebbero svolgere il ruolo che i titoli del Tesoro americani svolgono sui mercati dei capitali statunitensi rendendoli più liquidi ed efficienti (Allenbach-Amman, 2023). Ciò non solo fornirebbe ai risparmiatori un asset al dettaglio sicuro e liquido accessibile a un prezzo comune, ma costituirebbe anche la base delle riserve internazionali in euro detenute da altre banche centrali, rafforzando il ruolo dell'euro come valuta di riserva (Draghi et al., 2024b, p. 290). Infine, lo sviluppo della CMU, assieme alla creazione di eurobond, incoraggerebbe la crescita del secondo pilastro della previdenza, come già è successo in alcuni stati membri (Draghi et al., 2024b, p. 285).

Sebbene i vantaggi della CMU appaiano evidenti, occorre anche evidenziare come vi siano riposte eccessive speranze. Innanzitutto, l'idea che un *single regulator* permetterebbe automaticamente la concentrazione degli operatori europei è prematura. L'Unione bancaria esiste da più di un decennio, ma banche paneuropee non esistono ancora. In secondo luogo, altri aspetti rilevanti non saranno unificati. Ad esempio, la tassazione rimarrà sotto giurisdizione nazionale e i ministri delle finanze prenderanno decisioni in modo indipendente, rendendo l'ipotetico rendimento netto degli eurobond diverso tra gli stati membri. Ciò è significativo se pensiamo alla situazione di *dumping* fiscale all'interno dell'UE, stigmatizzato anche nel Rapporto Letta. Vi è poi da riflettere sul tema di fondo del rapporto tra finanza e crescita, su cui torneremo.

3. La concentrazione finanziaria e la morfologia del sistema bancario europeo

Il Rapporto sottolinea il ritardo delle banche europee rispetto ai competitor statunitensi e cinesi a partire dalle dimensioni. I dati confermano questa analisi. Partiamo da quelli sull'attivo. Prendendo le prime 50 banche internazionali per totale attivo, 13 sono cinesi, 12 dell'UE, 6 statunitensi e 5 britanniche, ma 4 tra le prime 5 sono cinesi e se dal numero delle banche passiamo agli attivi totali, la situazione è quella descritta in tabella 1.

Tabella 1 – *Percentuale delle banche per totale attivo*

	Prime 100 banche	**Prime 50 banche**
Cina	31%	36%
Unione Europea	21%	20%
Stati Uniti	15%	15%
Gran Bretagna	7%	8%

Fonte: S&P, 2024 (online).

Come si vede, considerando le dimensioni dell'attivo, si accentua il peso delle banche cinesi, che arrivano a quasi il 40% dell'attivo complessivo. Le banche europee non sono comunque indietro rispetto a quelle statunitensi. Veniamo ora ai dati sulla capitalizzazione di borsa (tabella 2a).

Tabella 2a – *Ranking delle banche per capitalizzazione di borsa*

	Prime 500 banche	**Prime 100 banche**
Stati Uniti	157	16
Cina	23	14
Unione Europea	66	13
Gran Bretagna	9	5

Fonte: CompaniesMarketcap.com (online).

Come era da attendersi, sono qui le banche americane a essere maggiormente presenti, anche se, considerando solo le prime 100, la presenza di Cina, Stati Uniti e Unione Europea è sostanzialmente allineata. La situazione però cambia se consideriamo il valore della capitalizzazione di borsa di queste banche (tabella 2b).

Tabella 2b – *Percentuale delle banche per capitalizzazione di borsa*

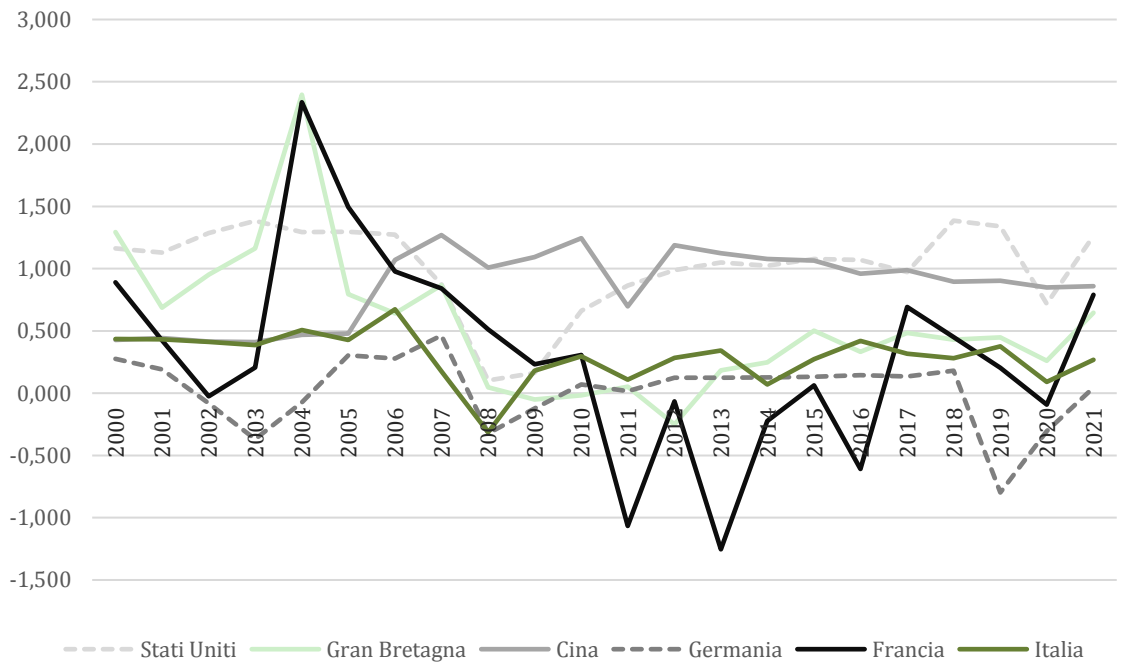
	Prime 500 banche	**Prime 100 banche**
Stati Uniti	10,6%	27,1%
Cina	7,4%	19,0%
Unione Europea	5,4%	8,8%
Gran Bretagna	1,7%	4,2%

Fonte: CompaniesMarketcap.com (online).

In questo caso, le banche americane sono decisamente preminenti, soprattutto considerando le prime 100, dove il loro peso è oltre il triplo di quelle europee.

Da questi primi dati emerge che la Cina ha un vantaggio in termini di dimensioni mentre gli Stati Uniti lo hanno in termini di *market appeal* sugli investitori. In tema di dimensioni, osserviamo inoltre che restringendo il campo alle banche considerate sistemiche a livello internazionale (le "G-SIB"[4]), delle 28 banche individuate dagli organismi internazionali, 8 sono statunitensi, 8 dell'Unione Europea e 5 cinesi, ma quelle americane sono concentrate nelle classi G-SIB più importanti. Americane sono, infatti, l'unica banca nella classe 2 (ritenuta dunque maggiormente rilevante per la stabilità finanziaria mondiale) e 2 su 3 nella classe 3, mentre 6 banche europee su 8 sono nella classe 5, la meno rilevante (FSB, 2023).

Figura 1 – *ROA delle banche dei paesi indicati, periodo 2000-2021*



Fonte: Federal Reserve Economic Data (online).

Veniamo ora al tema della redditività su cui anche il Rapporto si sofferma a lungo. In particolare riportiamo il ROA (*return on assets*), l'indicatore più utilizzato in questo contesto (figura 1). Qui si nota la maggiore redditività delle banche sia statunitensi che cinesi. Si tratta di una situazione di vecchia data e che la letteratura scientifica e le istituzioni europee analizzano da molti anni. La superiore redditività delle banche americane era presente già prima della crisi del

[4] Le banche G-SIB sono le banche che le istituzioni internazionali considerano sistemiche a livello globale, ossia banche il cui fallimento minaccerebbe l'economia mondiale. Il Comitato di Basilea è incaricato di sviluppare la metodologia di definizione di queste banche (si veda online).

2008. Ad esempio, Decressin e Kudela (2005) notarono la maggior profittabilità delle banche americane riconducendo questo dato a diversi fattori:

a) frammentazione della normativa, della supervisione, e degli strumenti di intervento (per tutti quelli di *resolution*, pensati per la fuoriuscita ordinata delle banche dal mercato),
b) una normativa complessivamente più stringente,
c) un attivo meno rischioso che spinge, per compensare, a una maggiore leva finanziaria,
d) una minore innovazione e un turnover inferiore degli operatori,
e) minori economie di scala,
f) maggiore presenza di operatori non interessati al massimo profitto (come banche pubbliche e cooperative),
g) minore presenza di cartolarizzazione anche per il ridotto intervento pubblico, fondamentale sul mercato americano attraverso le cosiddette GSE che garantiscono la sopravvivenza e lo sviluppo del mercato degli ABS.[5]

Questa analisi è precedente alla crisi del 2008, ma, a ben vedere, resiste anche agli esiti della crisi perché, se il mercato americano degli ABS (i "subprime") ha scatenato la crisi, la presenza pubblica ha permesso al mercato statunitense di riprendersi più efficacemente di quello europeo.

Nonostante i grandi cambiamenti nel sistema bancario internazionale in questi anni, sia sotto il fronte normativo (si pensi a tutte le novità legate al quadro normativo Basilea 3, ai lavori del Financial Stability Board sulle G-SIB, ecc.) sia su quello degli sviluppi del mercato (si pensi al settore *fintech* e a tutto ciò che sta comportando per l'attività bancaria), la situazione non è mutata. I fattori che mantengono una minore profittabilità delle banche europee appaiono sempre gli stessi. Ad esempio Feng e Wang (2018) individuano, fattori simili a quelli citati, tra cui la minore concentrazione del mercato, maggiori crediti *non performing* (*non performing loans*, NPL) e una normativa applicata più rigorosamente. Negli anni più vicini a noi il ruolo attribuito all'elemento macroeconomico ha acquisito maggior peso per spiegare la diversa dinamica della profittabilità. Minore crescita comporta infatti, più bassi tassi e dunque un minor margine d'interesse, una maggior presenza di crediti NPL e minori opportunità sui mercati dei capitali, come un numero inferiore di IPO (*initial public offering*) e una minore attività di M&A (*mergers and acquisitions*) (Elekdag et al., 2020). Anche durante la pandemia questa situazione non è cambiata (IMF, 2020) e in seguito si è, se mai, accentuata. Analizzando solo le banche G-SIB, Di Vito et al. (2023) legano la loro diversa profittabilità alla diversa situazione macroeconomica, ma anche alle maggiori economie di scala permesse dalla più spinta concentrazione e maggior presenza in attività più redditizie come l'*investment banking*. Sul piano dell'efficienza operativa, la situazione sembra invece abbastanza equivalente (il *cost-income ratio* delle G-SIB europee è prossimo a quello delle equivalenti banche americane). Si conferma la maggiore attività di cartolarizzazione delle banche americane anche se di recente l'attività sta concentrandosi presso lo *shadow banking system*. Infine i tagli alle tasse delle imprese condotti dall'amministrazione Trump hanno ulteriormente favorito le banche americane.

[5] Le GSE (*Government-Sponsored Enterprises*) sono entità simili a banche create dal Congresso degli Stati Uniti e che hanno lo scopo di indirizzare il credito verso settori specifici dell'economia, anche creando asset che rendano specifici segmenti del mercato dei capitali più efficienti e trasparenti in modo da ridurre il rischio per gli investitori. Le dimensioni delle GSE sono cospicue (tra Freddie Mac e Fannie Mae superano i 7.000 miliardi di dollari: https://www.fhfa.gov/about-fannie-mae-freddie-mac). Gli ABS (*asset-backed securities*) sono titoli finanziari, in pratica obbligazioni, emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, garantite dagli attivi sottostanti.

L'analisi è confermata nello studio di Eurofi (2023) che trova una minore profittabilità strutturale delle grandi e medie banche europee (quelle vigilate a livello europeo dalla BCE) confermando i fattori già citati, tra cui una regolamentazione più prescrittiva, la minore presenza del modello OTD[6] e dunque un minor turnover degli attivi, una minore concentrazione ed eccessiva concorrenza. Tuttavia, Eurofi sottolinea giustamente come la minore profittabilità derivi da una diversa visione che la normativa pone al ruolo delle banche: da una parte la regolamentazione mirava solo ad avere banche più competitive a livello mondiale, dall'altro a ridurre il costo dei servizi finanziari. Il tema, dunque, è che banche più profittevoli sono banche che estraggono più risorse dalla società in cui operano. Molte banche europee non sono molto redditizie perché hanno l'obiettivo di servire la comunità e non solo gli azionisti. Sicuramente c'è poi un tema di frammentazione del mercato, ad esempio sul piano delle infrastrutture, delle specifiche regole operative ecc. Risultati simili sono raggiunti in un rapporto di Oliver Wyman (Wünsch et al., 2023) che evidenzia gli effetti di una situazione macroeconomica molto meno dinamica, e regole troppo prescrittive e costose (ad esempio il contributo ai fondi di risoluzione, rispettivamente al Single Resolution Fund, SRF, in Europa e al Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC, negli Stati Uniti, è di quasi 4 punti percentuali più alto in Europa). Vengono confermate anche le maggiori economie di scala americane. Si osserva anche che dopo la crisi del 2008, il diverso intervento pubblico ha determinato sviluppi molto differenti. In Europa l'intervento pubblico è risultato frammentato, incerto, a volte incoerente.

È interessante osservare che tale situazione non muta tra prima della crisi del 2008, dopo la crisi e dopo la pandemia, anche sotto il profilo del ruolo della regolamentazione. Infatti, sebbene la struttura della supervisione bancaria europea sia profondamente mutata con la nascita dell'Unione bancaria, un decennio fa, permane un forte *home bias* nell'operatività delle banche, visibile, ad esempio, nella detenzione quasi esclusiva di titoli del proprio paese (Beck et al., 2022). Il problema è che una maggiore diversificazione della presenza di titoli sovrani europei nei portafogli delle banche richiederebbe che questi attivi fossero differenziati in base al rischio (ossia al rating dell'emittente), e questa nuova regola di ponderazione risulterebbe proibitiva per le banche di alcuni paesi in termini di assorbimento di capitale (Broyer e Charnay, 2024). Senza contare che dopo la crisi del debito pubblico greco, le banche dei paesi del Nord Europa sono restie a comprare titoli dei paesi mediterranei (Cahen e Valroff, 2023).

Come detto, numerosi commentatori, oltre allo stesso Rapporto Draghi, sottolineano come il quadro regolamentare europeo sia troppo complesso e bisognoso di semplificazione, ad esempio nell'*enforcement* comune delle regole, nel tornare a una vigilanza più *principle-based* anziché come ora rimanere basata su una numerosa serie di singole regole e per questa via aumentare la concentrazione e ridurre la sovra-capacità e la concorrenza (Lannoo et al., 2024). Non mancano comunque anche i punti di forza della nuova architettura, come una governance che incoraggia un approccio cooperativo invece che gerarchico (Zeitlin, 2023). Tale contraddittorietà è frutto di un compromesso tra gli stati membri in un momento di difficoltà, dopo la doppia crisi del 2008 e del 2011-2012, e determina numerose differenze nel funzionamento concreto della supervisione a livello nazionale (Högenauer, 2023). Nel sintetizzare la situazione, uno dei protagonisti dello sviluppo dell'Unione bancaria ha osservato: "nei suoi primi dieci anni […] ha avuto successo nel suo programma prudenziale, ma ha fallito clamorosamente nel suo obiettivo di fondo: creare un mercato bancario unico nell'area dell'euro" (Angeloni, 2024, p. 41). Nello stesso articolo si osserva che anche negli Stati Uniti la gran parte delle banche è attiva solo localmente (in media le banche

[6] Il modello OTD (*originate to distribute*) è il modello organizzativo che prevede che una banca crei un attivo (ad esempio un mutuo) con lo scopo di cederlo, cartolarizzandolo, in modo da liberare il proprio bilancio per creare ulteriori attivi (sulle conseguenze di questo modello per la stabilità finanziaria, cfr. Purnanandam, 2010).

americane servono solo cinque contee) ma ciò che conta sono le banche principali e per questo aiuterebbe considerare le grandi banche europee con regole a parte per facilitarne la crescita, mentre oggi, sebbene vigano i principi della vigilanza consolidata "i gruppi bancari transnazionali dell'eurozona non sono considerati entità uniche dal punto di vista operativo, normativo e di vigilanza, ma piuttosto come una somma di filiazioni separate che devono soddisfare i requisiti di liquidità, di capitale […] singolarmente, portando la somma dei requisiti di ogni filiazione a essere superiore a quella che sarebbe stata a livello consolidato" (Cahen e Valroff, 2023, p. 17).

Sullo specifico tema del mercato delle cartolarizzazioni, decisamente stagnante in Europa (i volumi sono fortemente calati, da quasi 300 miliardi di euro nel 2007 a circa 40-90 miliardi negli ultimi 10 anni), si osserva la necessità di alcune riforme, tra cui introdurre una ponderazione dell'attivo maggiormente connessa al rischio effettivo del sottostante e varie semplificazioni delle regole dando più potere all'autorità di vigilanza europea sui mercati, l'ESMA (Duponcheele et al., 2024). Il *Financial Times*, commentando l'importanza data a questo mercato dal Rapporto, ha osservato che, se il mercato degli ABS è limitato, l'Europa ha però un cospicuo mercato di *covered bond*, circa 3.000 miliardi di euro, obbligazioni bancarie garantite da un pool di mutui sottostanti che non hanno mai registrato un default, al contrario degli ABS statunitensi (*Financial Times*, 2024).

Al di là del merito relativo delle diverse *asset classes*, c'è un punto su cui l'Unione bancaria non è riuscita a mutare il panorama europeo: la nascita di gruppi paneuropei. L'attività di M&A nel settore bancario europeo è stata debole dal 2008 in poi e ha riguardato soprattutto fusioni nello stesso paese (*Financial Times*, 2024). L'idea non di scalate ostili ma anche solo di accordi pacifici tra banche di differenti stati membri non è vista di buon occhio dal paese target. Il recente esempio del tentativo di Unicredit di acquisire Commerzbank ne è un esempio plateale, con politici di primo piano dei due paesi intervenuti a criticare apertamente il governo altrui per l'ingerenza nell'operazione (Hawser, 2024). L'esito di questa vicenda dirà molto sulla realizzabilità concreta della filosofia del Rapporto che mira a creare aziende paneuropee in grado di competere a livello mondiale.

4. Le lezioni del passato

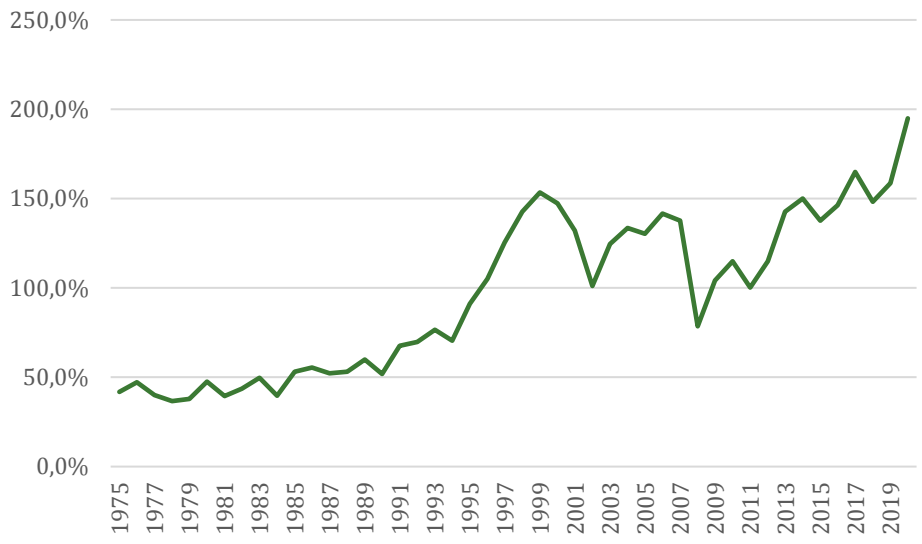
> *Una proprietà di ciò che è appreso è che può essere dimenticato* [K. Buhler]

Il modello che il Rapporto propone all'Europa per quanto riguarda banche e finanza è esplicitamente quello americano. Bisogna avvicinarsi al modello americano sotto ogni profilo: concentrazione finanziaria, minore prescrittività della vigilanza, centralità del secondo pilastro previdenziale e dei mercati dei capitali, sviluppo del modello OTD e, di conseguenza maggiore importanza dello *shadow banking system*. Questo modello è presentato come migliore *tout court*, da imitare senza condizioni. A noi pare che questa visione sottolinei a ragione necessari elementi di sviluppo del modello europeo, ma dimentichi anche alcuni aspetti rischiosi del modello americano.

Innanzitutto vi è un tema generale del rapporto tra finanza ed economia reale. Prima della crisi del 2008, la finanziarizzazione era considerata una tendenza positiva per l'economia mondiale. Pur constatandone alcuni effetti negativi, come l'aumento delle disuguaglianze, si riteneva che consegnare l'economia mondiale alla finanza internazionale fosse il segreto per un successo duraturo. Con la crisi, è diventato chiaro che la finanziarizzazione ha reso l'economia

mondiale più instabile. L'aspetto forse più paradossale delle teorie che hanno accompagnato il trionfo della finanziarizzazione, è che giustificavano non solo la *deregulation* (si pensi al concetto della "disciplina di mercato" secondo cui sarebbero stati gli investitori a tenere sotto controllo il comportamento delle banche: Freixas e Laux, 2011) ma più in generale l'idea di emarginare la funzione pubblica nell'economia, privando lo stato di risorse. Da qui derivava l'idea che, della massa del debito, solo la parte pubblica fosse un pericolo per la stabilità, come si vede, ad esempio, dal fatto che i parametri di Maastricht non trattano del debito privato. Così, mentre queste concezioni consigliavano ai policy-maker di preoccuparsi esclusivamente delle finanze pubbliche, peraltro appesantite dai tagli alle tasse sui redditi da capitale e sulle fasce più elevate di reddito, la finanza privata stava andando fuori controllo, sfociando, dapprima, in crisi locali, come quella delle "tigri asiatiche", o la "bolla dot.com", e poi finendo in un collasso generale dei mercati. Queste crisi sono state arginate con un immenso travaso di debiti dalla finanza privata alle finanze pubbliche, attraverso salvataggi, nazionalizzazioni, garanzie esplicite e implicite sugli attivi bancari, misure di *quantitative easing* e così via. Questa situazione ha costretto gli stessi economisti del Fondo Monetario Internazionale (FMI) a evidenziare l'esistenza di limiti a quanto la finanza sia positiva per la crescita e che l'effetto negativo sulla crescita della produzione si raggiunge già quando il credito al settore privato sfiora il 100% del PIL, una proporzione alquanto modesta per gli standard moderni (Arcand et al., 2012). Ora, si osservi che la finanziarizzazione, pur avendo subìto una battuta d'arresto globale nel 2008, non è stata sostituita da meccanismi alternativi di crescita ed è ancora in corso. Se, ad esempio, si considerano le dimensioni delle grandi banche, la capitalizzazione di borsa, la leva finanziaria di aziende, stati e famiglie, i livelli sono maggiori di quelli pre-crisi. Si consideri il grafico in figura 2.

Figura 2 – *Rapporto tra capitalizzazione dei mercati azionari e PIL negli Stati Uniti, 1975-2020*



Fonte: Federal Reserve Economic Data (online).

Come si vede, dalla fine della guerra del Vietnam alla caduta del muro di Berlino, questo rapporto è cresciuto molto poco; quando è esplosa la bolla dot.com aveva superato il 150% e non ha raggiunto nuovamente quel picco sino a quando le manovre espansive durante la pandemia non hanno sospinto la borsa verso nuovi record. Nel 2020 il rapporto capitalizzazione di borsa/PIL era al suo massimo, al 194%. Da allora la borsa americana è ulteriormente cresciuta in modo significativo (ad esempio, l'indice S&P 500, da fine 2020 a fine 2024, è cresciuto di quasi il 60%). In una situazione in cui il peso della finanza mondiale non ha precedenti storici e vi sono banche che hanno dimensioni superiori al PIL di un paese del G7, è prudente basare il rilancio dello sviluppo economico dell'Unione Europea sull'ulteriore finanziarizzazione e lo sviluppo della finanza privata? Vi è da dire che il Rapporto Draghi non preclude un riequilibrio, ad esempio attraverso un maggiore impulso alle banche nazionali di sviluppo e alla BEI, ma non chiarisce quale dovrebbe essere la proporzione di questo riequilibrio. Per essere efficace, la presenza di queste banche pubbliche dovrebbe essere significativa. Ora, le 27 banche nazionali di sviluppo europee hanno un attivo complessivo che si aggira sui 1.500 miliardi di euro, meno del 5% del dato generale del sistema bancario europeo (Tucker, 2022). Dal canto suo la BEI ha crediti inferiori ai 500 miliardi. Per aversi una situazione maggiormente equilibrata del sistema finanziario europeo, si potrebbe ipotizzare che metà dei fondi previsti dal Rapporto (ossia circa 2.000 miliardi) siano gestiti dalle banche nazionali di sviluppo e dalla BEI, così più che raddoppiandone il peso. Questo renderebbe concrete le indicazioni pure contenute nel Rapporto circa un rafforzamento di queste istituzioni creditizie.

È interessante osservare, passando a due aspetti più di dettaglio del modello, che il Rapporto indica all'Europa per le sue banche, che proprio la presenza di banche pubbliche, in particolare delle GSE, ha permesso al mercato della cartolarizzazione degli Stati Uniti di avere le dimensioni e l'importanza che riveste. Peraltro, occorre ricordare che nel 2008 le due GSE crollarono e furono poste in una sorta di amministrazione straordinaria (*conservatorship*) da parte della loro autorità di vigilanza, con ciò confermando il rischio di porre le banche pubbliche a servizio della crescita incontrollata dei mercati. Pur in questa modalità, e rimanendo di proprietà del Tesoro americano, le GSE mantengono un ruolo essenziale per lo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni (Layton, 2022). Mentre per sviluppare questo mercato, le istituzioni europee si affidano allo sviluppo della CMU, in America il suo successo ha alla base un forte peso di banche pubbliche. Il Rapporto sottolinea come, nel contesto europeo, lo sviluppo delle cartolarizzazioni potrebbe supplire alla mancanza di integrazione del mercato dei capitali, consentendo alle banche di creare strumenti finanziari originati in stati membri differenti, rendendoli più interessanti anche per investitori non bancari (Draghi et al., 2024a, p. 56). Pur avendo presente questi aspetti, è opportuno domandarsi se è prudente colmare il gap con gli Stati Uniti puntando sul segmento che ha fatto esplodere la crisi finanziaria globale del 2008 a causa del meccanismo che genera, in cui la carenza della domanda, dovuta ad esempio alla stagnazione dei redditi da lavoro, è aggirata facilitando l'indebitamento delle famiglie (Fernandez e Aalbers, 2017). Inoltre, facilitare il passaggio di attivi finanziari dalle banche ad altri operatori rischia di accrescere il peso dello *shadow banking system* in cui la funzione degli asset cartolarizzati è cospicua all'interno di un settore a sua volta già ampio. Si parla, infatti, di oltre 34 trilioni di euro già nel 2018, il 40% di tutti gli attivi finanziari, con una natura pro-ciclica che può accentuare la volatilità del mercato (Hodula, 2020). In terzo luogo, va osservato lo stretto legame tra questo comparto e le banche tradizionali, che ricavano circa il 20% della propria provvista dal settore ombra, il che potrebbe porre rischi alla stabilità del sistema bancario (Franceschi et al., 2024). Di recente, alcuni esponenti della BCE hanno affermato che la notevole crescita dei fondi privati e dello *shadow banking system* in generale rappresenta una grave minaccia alla stabilità del sistema finanziario dell'Eurozona

(Arnold e Moursela, 2024). I numerosi legami tra settore ombra e sistema bancario tradizionale rendono probabile che le autorità di vigilanza europee cercheranno di contenere queste relazioni (Larsen, 2023), indicando una direzione opposta a quella presagita dal Rapporto. È anche interessante osservare che, in un recente lavoro del Fondo Monetario, si evidenzia come la specifica forma presa dal mercato delle cartolarizzazioni in Europa (con le "SRT", *Significant Risk Transfer*) potrebbe accrescere i rischi per la stabilità finanziaria e ridurre la capacità dei *regulator* di apprezzare la situazione delle banche (IMF, 2024, pp. 44-45).

L'altro aspetto toccato dal Rapporto è quello del peso della regolamentazione che, in linea con la letteratura, considera questo come un fattore di svantaggio competitivo delle banche europee. Ora nella richiesta di semplificazione della vigilanza vi sono due aspetti da considerare. Vi è un tema di frammentazione delle regole e delle autorità europee, che sicuramente ostacola lo sviluppo del settore e che l'Unione bancaria ha in parte superato ma su cui vi è ancora da lavorare. Vi è però un altro aspetto, quello che la letteratura definisce *race to the bottom*, che consiste nel tentativo di applicare la normativa di vigilanza (di emanazione internazionale) in modo più leggero per favorire i propri operatori. Da qui la necessità di un coordinamento internazionale che appunto eviti questa corsa al ribasso tra i diversi paesi (Acharya, 2003 e Kapstein, 2008). Dopo la crisi del 2008, non solo le autorità di vigilanza hanno dato un deciso giro di vite all'*enforcement* della regolamentazione, ma l'omogeneità nell'applicazione delle norme è stata considerata un aspetto centrale, in particolare in Europa dove ha dato luogo all'Unione bancaria. Lo stesso Comitato di Basilea, introducendo gli aspetti centrali del nuovo accordo internazionale (Basilea 3), ha osservato che i nuovi requisiti avrebbero dovuto promuovere un *level playing field* internazionale e prevenire una nuova corsa al ribasso (BCBS, 2011). La prospettiva si era dunque rovesciata e introdurre misure più severe di quelle internazionali era considerato utile per rilanciare la reputazione del proprio sistema bancario (Haufler e Maier, 2019). Purtroppo questa situazione si è un'altra volta invertita, e si avvertono i primi segnali di una nuova corsa al ribasso. In un articolo sull'applicazione di Basilea 3 al sistema bancario americano si è parlato addirittura di capitolazione delle autorità di vigilanza alle banche, concludendo che "i regulator internazionali noteranno certamente che gli Stati Uniti hanno cominciato una corsa al ribasso" (Davies, 2024, nostra traduzione). Si tratta di sviluppi i cui effetti nefasti hanno già più volte colpito il sistema bancario a livello mondiale. Non è raccomandabile che la ripresa della competitività delle banche europee passi per questa via.

Ciò detto, è comunque opportuno sottolineare, come fa il Rapporto, che l'assenza di canali di finanziamento alternativi al credito bancario si è avvertita soprattutto quando, dopo il 2008 e sino almeno al 2016, l'offerta di credito in Europa è risultata alquanto ridotta, mentre negli Stati Uniti è tornata a tassi di crescita attorno al 5% già dal 2012. L'effetto netto è stato che l'area dell'euro è diventata un esportatore strutturale di capitali. Questa assenza pesa soprattutto nel finanziamento di start up dei settori più innovativi, aspetto su cui il gap con gli Stati Uniti è particolarmente evidente. Così il paradosso è che il risparmio europeo, anziché finanziare la crescita di queste aziende in Europa, tramite il risparmio gestito ne finanzia la crescita negli Stati Uniti.

Vi è un ultimo aspetto che riteniamo importante sottolineare. Americanizzare il sistema finanziario europeo condurrebbe, tra gli altri aspetti, a un forte calo della diversità degli operatori dell'Unione Europea. Ora, la finanziarizzazione, la concentrazione e la globalizzazione delle banche hanno già comportato una forte riduzione della "diversità genetica" nel sistema. I bilanci delle banche son diventati tutti uguali così come le loro strategie di *risk management* (Triana, 2009) e nel tempo le banche sono sempre più simili tra loro (Haldane, 2009). La regolamentazione bancaria dovrebbe considerare la difesa della diversità degli operatori come un obiettivo

prioritario (Mastromatteo ed Esposito, 2016). Questo è stato riconosciuto anche di recente per l'Europa. In un contributo di Eurofi si osserva che la diversità è un punto di forza chiave del sistema bancario europeo e va assolutamente preservata considerando che il meccanismo di vigilanza unico presso la BCE determina un fisiologico allineamento di modelli di business e prassi (Eurofi, 2024). Il Rapporto, spingendo per una maggiore concentrazione, per un maggior peso del sistema bancario ombra e per regole più leggere, propone di introdurre in Europa alcuni elementi altamente rischiosi del modello statunitense, senza però proporre di importarne i necessari meccanismi pubblici di salvaguardia, dalle GSE al FDIC.

5. Conclusioni: l'Europa tra geopolitica ed economia

Sua quisque exempla debet aequo animo pati [Fedro]

Il Rapporto Draghi si pone il compito di difendere i capisaldi del modello sociale europeo ma anche la necessità di cambiarne alcuni aspetti per rendere in grado l'Europa di affrontare le sfide di questo tempo. In questa prospettiva sviluppa numerose analisi di grande interesse. Tuttavia, nella fase propositiva non riesce a risultare altrettanto efficace. Questo soprattutto per un punto chiave: il Rapporto non prende atto delle necessità che la nuova situazione geopolitica pone all'Europa. Ad esempio, lo stesso Rapporto spiega che la rottura dei rapporti commerciali con la Russia, principale fornitore di gas naturale prima della guerra, è stata catastrofica per l'industria europea. Più in generale, le guerre commerciali risultano devastanti per le economie europee che sono prosperate con un modello industriale *export-led*. La situazione difficile dell'industria tedesca, cuore dell'economia europea, lo dimostra chiaramente (Hogg, 2024). Il Rapporto riconosce questa situazione ma non espone nessun passo concreto per porvi rimedio, poiché ciò richiederebbe una diversa posizione politica dell'Unione che non è all'orizzonte e che il Rapporto non si propone di delineare. Si espone, dunque, la debolezza politica dell'Europa, di fatto senza rimedi. Già in passato l'assenza di una reale dimensione politica dell'UE ha indebolito l'economia europea (Rahman, 2023). Ad esempio, quando si è manifestata la crisi del 2008, non è stata originata dagli operatori finanziari dell'UE, che anzi l'hanno subita a causa dell'interconnessione dei mercati finanziari (Ötker-Robe et al., 2010). Tuttavia, a causa delle divisioni e delle incertezze delle istituzioni europee, queste ultime sono rimaste indietro rispetto alle loro controparti statunitensi nel rispondere alla crisi (Tooze, 2018). Questa lentezza è ancor più pericolosa nel nuovo contesto internazionale dove assumono preminenza aspetti geopolitici e militari. Quando dunque il Rapporto ragiona come se gli Stati Uniti, la Cina e l'Europa fossero tre poli che possono competere o cooperare ma comunque su un piano di parità, compie un'operazione quanto meno prematura. Il necessario punto di partenza è che politicamente l'Europa non ha una posizione unitaria su nessuno scenario rilevante: "le uniche forme di azione collettiva su cui gli Stati dell'Europa occidentale possono unirsi sono quelle in cui hanno un interesse comune ad esportare i problemi all'estero impegnandosi nel mercantilismo collettivo contro gli attori più deboli della politica economica internazionale" (Gowan, 1999, p. 316 nostra traduzione). Ciò fu scritto negli anni '90 per commentare l'esito fallimentare della politica estera europea nei Balcani, ma si può applicare analogamente alle scelte europee di questi ultimi anni in Medio Oriente, in Libia, in Ucraina. La pericolosa, per questa epoca, sottovalutazione della politica estera da parte dell'UE la si vede, da ultimo, nella nomina ad Alto rappresentante per la politica estera e la sicurezza di un politico baltico, proveniente da un paese che ha circa lo 0,3% degli abitanti dell'UE e lo 0,2% del suo PIL, ma pone gli interessi specifici del suo paese come problemi generali dell'Unione (Minder, 2024).

La debolezza politica dell'Europa nel nuovo contesto rende molto difficile la ripresa economica. I primi atti della nuova amministrazione Trump confermano che queste difficoltà sono destinate ad aggravarsi.

L'Europa non ha nessun interesse a rendere strutturale l'attuale assetto geopolitico che va orientandosi verso una nuova guerra fredda, con il moltiplicarsi di conflitti per procura a livello locale. Talché il numero delle guerre in corso ha raggiunto il valore massimo dal secondo conflitto mondiale.[7] L'Europa non può sopravvivere senza sviluppare un'alternativa allo scontro tra blocchi, perché in quello scontro finirà sgretolata politicamente ed economicamente. Di recente Sachs ha giustamente scritto: "le guerre che infuriano in Ucraina e a Gaza, e la corsa agli armamenti in Asia tra Stati Uniti e Cina, hanno una radice comune: il tentativo del mondo occidentale, in particolare degli Stati Uniti, di mantenere la propria egemonia geopolitica" (Sachs, 2024, p. 278), e aggiungendo che a questa deriva pericolosa occorre proporre una diversa soluzione, ha concluso: "Siamo quindi alla fine del lungo periodo di dominio mondiale dell'Occidente che porterà ad un mondo multipolare" (ibidem). A questo esito gli Stati Uniti si oppongono. L'Europa dovrebbe proporre la propria alternativa che di recente il Governatore Panetta ha efficacemente sintetizzato nel contrasto alle disuguaglianze, sia nei paesi poveri sia in quelli avanzati, nel difendere l'apertura commerciale a livello mondiale, nel rafforzamento dei sistemi di istruzione e formazione, dei sistemi di protezione sociale garantendo anche l'accesso a servizi sanitari efficienti (Panetta, 2025). In questo contesto, anche la politica fiscale dovrebbe mutare drasticamente. Ad esempio, lo stesso Draghi ha osservato che dal 2009 al 2019, la politica fiscale europea nel suo complesso è stata all'incirca neutrale mentre quella americana è stata espansiva, in media, per il 4% l'anno rispetto al PIL (Draghi, 2024).

Il Rapporto evidenzia alcune debolezze della finanza e del sistema bancario in Europa. Abbiamo già visto come la maggiore profittabilità delle banche americane si rifletta in una maggiore capitalizzazione di Borsa. Tuttavia osserva di recente un rapporto del CEPR: "non è un criterio di successo in sé che le banche siano scambiate a elevati rapporti borsistici. Le banche esistono all'interno del sistema finanziario per fornire servizi all'economia e la loro performance è un riflesso delle condizioni economiche più ampie, con l'economia statunitense, almeno per ora, che sta sperimentando una crescita più forte" (Lanoo et al., 2024, p. 4, nostra traduzione). La minor capitalizzazione non è dunque necessariamente un male se riflette il progetto alternativo di cui l'Europa ha bisogno. Il sistema bancario europeo è differente per buoni motivi che concernono la sua natura e funzione. Anziché americanizzare la finanza europea mantenendo l'attuale impostazione politica dell'Unione, occorrerebbe difendere le peculiarità del modello finanziario europeo, pur con gli opportuni miglioramenti, e cogliere ispirazione dagli Stati Uniti sotto altri profili, come appunto, una politica fiscale molto più espansiva. Mentre in Europa i commentatori segnalano l'esigenza di ridurre il debito pubblico in modo significativo attraverso le note "riforme strutturali" (Cottarelli, 2024), negli Stati Uniti e in Cina massicci investimenti pubblici creano le condizioni per un predominio tecnologico in settori industriali in cui l'Europa è sempre più marginale. Ancora più importante, la Commissione Europea e i principali stati membri dovrebbero fare ogni sforzo per porre fine ai conflitti sia in Europa che in Medio Oriente e cercare di ricucire gli strappi al tessuto del commercio mondiale, perché gli scontri militari e le guerre commerciali sono un terreno in cui l'Europa è perdente in partenza.

In definitiva, il Rapporto Draghi si apre con la difesa del modello europeo, ma nel derivarne le proposte ne emargina implicitamente le premesse, in particolare, come visto in questo testo, nella natura e nella funzione della finanza e del sistema bancario. Vi sono alcuni accenni di

[7] Si veda online.

discontinuità, ad esempio nella proposta di rilancio delle banche pubbliche di investimento, nella necessità di strumenti di finanziamento europei per sviluppare i settori innovativi anche in Europa; tuttavia non si è colta l'occasione per una critica all'impianto complessivo di politica economica dell'Unione che è sempre più chiaramente inadeguato ai tempi che viviamo.

Riferimenti bibliografici

Acharya V.V. (2003), "Is the International Convergence of Capital Adequacy Regulation Desirable?", *Journal of Finance*, 58(6), pp. 2745-2782.

Allenbach-Amman J. (2023), "ECB-Panetta: Capital Markets Union Might Require EU Fiscal Capacity", *Euractiv.com*, 31 Agosto. Disponibile online.

Ando S., Dell'ariccia G., Gourinchas P.-O., Lorenzoni G., Peralta Alva A. e Roch F. (2023), "Debt Mutualization in the Euro Area: A Quantitative Exploration", *IMF Working Paper*, n. 2023/059, Washington (DC): International Monetary Fund. Disponibile online.

Angeloni I. (2024), "The Next Goal: Euro Area Banking Integration. A single jurisdiction for cross-border banks", Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV), Directorate-General for Internal Policies PE 741.527, Bruxelles: European Union. Disponibile online.

Arcand J., Berkes E. e Panizza U. (2012), "Too Much Finance?", *IMF Working Paper*, n. 12/161, Washington (DC): International Monetary Fund. Disponibile online.

Arnold M. e Moursela C. (2024), "Top ECB Official Sounds Alarm on Rising Risks from Shadow Banking", *Financial Times*, 10 luglio. Disponibile online.

Baravelli M. (2024), "Il futuro dell'Europa e la politica industriale", *ilmondonuovo.club*, 4 agosto. Disponibile online.

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision (2011), "Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems", Basel: Bank for International Settlements. Disponibile online.

Beck T., Krahnen J.-P., Martin P., Mayer F., Pisani-Ferry J., Tröger, Weder di Mauro B., Véron N. e Zettelmeyer J. (2022), Completing Europe's Banking Union: Economic Requirements and Legal Conditions, *Policy Contribution*, n. 20/2022, novembre, Bruxelles: Bruegel. Disponibile online.

Bini Smaghi L. (2024), "The Political Economy of the Capital Market Union", *IEP@BU Policy Brief*, giugno, Milano: Bocconi University Press. Disponibile online.

Broyer S. e Charnay N. (2024), "The Next European Commission's Policy Choices, Part 3, Capital Markets Union (CMU) and Banking Union (BU)", *SUERF Policy Brief*, n. 979, Wien: SUERF. Disponibile online.

Cahen D. e Valroff A. (2023), "Banking Fragmentation Issues in the EU", *Eurofi Regulatory Update*, Settembre. Disponibile online.

Cottarelli C. (2024), "La crescita non basta. Ora servono tagli", *La Stampa*, 15 Settembre.

Davies D. (2024), "Basel III: The US Has Started a Race to the Bottom", *Financial Times*, 14 Settembre. Disponibile online.

Decressin J. e Kudela B. (2005). "Comparing Europe and the United States", in Decressin J., Faruqee H. e Fonteyne W., *Integrating Europe's Financial Markets* (pp. 64-85), Washington (DC): International Monetary Fund.

Di Vito L., Martín Fuentes N. e Matos Leite J. (2023), "Understanding the Profitability Gap Between Euro Area and US Global Systemically Important Banks", *ECB Occasional Paper*, n. 327, Frankfurt: European Central Bank. Disponibile online.

Draghi M. (2024), "Europe: Back to Domestic Growth", *CEPR Policy Insight*, n. 136, London: Centre for Economic Policy Research. Disponibile online.

Draghi M. et al. (2024a), *The Future of European Competitiveness. Part A. A Competitiveness Strategy for Europe*, Bruxelles: Commissione Europea. Disponibile online.

Draghi M. et al. (2024b), *The Future of European Competitiveness. Part B. In-depth Analysis and Recommendations*, Bruxelles: Commissione Europea. Disponibile online.

Duponcheele G. et al. (2024), "Securitisation Reform to Boost European Competitiveness", *SUERF Policy Brief*, n. 976, Wien: SUERF. Disponibile online.

Elekdag S., Malik S. e Mitra S. (2020), "Breaking the Bank? A Probabilistic Assessment of Euro Area Bank Profitability", *Journal of Banking and Finance*, 120(C), art. 105949.

Eurofi (2023), "Competitiveness of the EU Banking Sector", Eurofi Seminar, aprile. Disponibile online.

Eurofi (2024), "Diversity in the EU Banking System", Eurofi Seminar, febbraio. Disponibile online.

Feng G. e Wang C. (2018). "Why European Banks are Less Profitable than U.S. Banks: A Decomposition Approach", *Journal of Banking and Finance*, 90(C), pp. 1-16.

Fernandez R. e Aalbers M.B. (2017), "Capital Market Union and Residential Capitalism in Europe: Rescaling the Housing-Centred Model of Financialization", *Finance & Society*, 3(1), pp. 32-50.
Financial Times (2024) "Europe Needs to Unleash its Banking Union", *Financial Times*, 16 Settembre. Disponibile online.
Franceschi E., Kaufmann C. e Lenoci F. (2024), "Non-Bank Financial Intermediaries as Providers of Funding to Euro Area Banks", *Financial Stability Review*, Maggio, Francoforte: Banca Centrale Europea. Disponibile online.
Freixas X. e Laux C. (2011), "Disclosure, Transparency and Market Discipline", *Goethe Universitat CFS Working Paper Series*, n. 2011/11, Francoforte: Center for Financial Studies (CFS). Disponibile online.
IMF – International Monetary Fund (2020), *Global Financial Stability Report. Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19*, aprile, Washington (DC): International Monetary Fund. Disponibile online.
IMF – International Monetary Fund (2024), *Global Financial Stability Report. Steadying the Course: Uncertainty, Artificial Intelligence, and Financial Stability*, ottobre, Washington (DC): International Monetary Fund. Disponibile online.
FSB – Financial Stability Board (2023), 2023 List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs), Basilea: Financial Stability Board. Disponibile online.
Galston W.A. (2024), "A U.S. National Debt Crisis is Coming", *Wall Street Journal*, 18 Settembre.
Gowan P. (1999), *The Global Gamble. Washington's Faustian Bid for World Dominance*, Londra: Verso.
Haldane A.G. (2009), "Rethinking the Financial Network", Speech at the Financial Student Association, Amsterdam, 28 Aprile. Disponibile online.
Haufler A. e Maier U. (2019), "Regulatory Competition in Capital Standards: a 'Race to the Top' Result", *Journal of Banking & Finance*, 106(C, pp. 180-194.
Hawser A. (2024), "UniCredit-Commerzbank Merger Seen as Key to EU Banking Union's Future", *The Banker*, 26 Settembre. Disponibile online.
Hogg R. (2024), "Germany Set to Permanently Pay for Reliance on Russian Gas", *Fortune*, 11 aprile. Disponibile online.
Hodula M. (2020), "Off the Radar: The Rise of Shadow Banking in Europe", Cepr.org/VoxEU/Columns, 16 marzo. Disponibile online.
Högenauer A., Howarth D. e Quaglia L. (2023), "Introduction to the Special Issue: the Persistent Challenges to European Banking Union", *Journal of European Integration*, 45(1), pp. 1-14.
Kapstein E.B. (2008), *Architects of stability? International cooperation among financial supervisors*, Cambridge: Cambridge University Press.
Kudrna Z. (2016), "The EU's Capital Markets Union", Washington: Atlantic Council. Disponibile online.
Lannoo K., Thomadakis A. e Arnal J. (2024), *Staying Ahead of the Curve. Shaping EU Financial Sector Policy Under Von der Leyen II*, Bruxelles: CEPS.
Larosière J. Balcerowicz L., Issing O., Masera R., Mc Carthy C., Nyberg L., Pérez J. e Ruding O. (2009), *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Bruxelles: Commissione Europea. Disponibile online.
Larsen N. (2023), "Growing Risks from Europe's Shadow Banking Demand Greater Regulatory Scrutiny", *International Banker*, 15 Settembre. Disponibile online.
Layton D.H. (2022), "When Will Government Control of Freddie Mac and Fannie Mae End?", *FurmanCenter.org*, 6 luglio. Disponibile online.
Le Maire B. e Lindner C. (2023), "We Must Close the EU Capital Markets Gap", *Financial Times*, 13 settembre. Disponibile online.
Letta E. (2024), "Much More Than a Market", Bruxelles: Consiglio Europeo. Disponibile online.
Madrian B.C. e Shea D.F. (2001), "The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior", *Quarterly Journal of Economics*, 116(4), pp. 1149-1187.
Martuscelli C. (2024), "Mario Draghi's Plan to Fix a Broken Europe Already Looks Impossible", *Politico.EU*, 9 settembre. Disponibile online.
Mastromatteo G. e Esposito L. (2016), "Minsky at Basel: A Global Cap to Build an Effective Postcrisis Banking Supervision Framework", *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 875, Annandale-on-Hudson (NY): Levy Economics Institute of Bard College. Disponibile online.
Minder R. (2024), "Mario Draghi's 'Old Europe' Mindset Overlooked Eastern Dynamism, Ministers Complain", *Financial Times*, 26 settembre. Disponibile online.
Nyikos G. (2017), "National Development Banks for Better Public Spending", Paper per la 25° NISPAcee Annual Conference. VI. Working Group on Public Finance and Public Financial Management. Track 2: "Better" governmental spending as a reaction to the crisis.
Nyikos G. e Kondor Z. (2022), "National Development Banks in Europe – A Contribution to Sustainable Finance", *Central European Public Administration Review*, 20(1), pp. 135-165.
Ötker-Robe I. e Pazarbasioglu C. con Buffa di Perrero A., Iorgova S., Kışınbay T., Le Leslé V., Melo F., Podpiera J., Sacasa N. e Santos A. (2010), "Impact of Regulatory Reforms on Large and Complex Financial Institutions", *IMF Staff Position Note*, n. SPN/10/16, novembre, Washington (DC): International Monetary Fund. Disponibile online.
Panetta F. (2025), "Pace e prosperità in un mondo frammentato", Bologna, 16 gennaio, Banca d'Italia. Disponibile online.

Purnanandam A. (2010), "Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis", *FDIC Center for Financial Research Working Paper*, n. 2010-08, agosto, Washington (DC): Federal Deposit Insurance Corporation – Center for Financial Research. Disponibile online.
Rahman M. (2023), "EU's Foreign Policy Weakness is Here to Stay", *Politico.EU*, 24 Ottobre, Disponibile online.
Rubin R. (2024), "Federal Debt Is Soaring. Here's Why Trump and Harris Aren't Talking About It", *Wall Street Journal*, 17 settembre. Disponibile online.
Sachs J. (2024), "Beyond the Age of Hegemony", *Review of Keynesian Economics*, 12(3), pp. 278-283.
Skapinker M. (2008), "The Market No Longer Has All the Answers", *Financial Times*, 24 Marzo. Disponibile online.
Tooze A. (2018), *Crashed. How a Decade of Financial Crises Changed the World*: New York: Viking.
Triana P. (2009), *Lecturing Birds on Flying. Can Mathematical Theories Destroy the Financial Markets?* Hoboken (NJ): Wiley.
Truchet M. (2023), "Capital Markets Union, Progress Made and Future Steps", Ghent: Eurofi Regulatory Update, Aprile. Disponibile online.
Tucker T.N. (2022), "The Rise of European Development Banking", *Finance and Society*, 8(1), pp. 89-92.
Wünsch O., Truempler K. e Rubira L. (2023), *The EU Banking Regulatory Framework and its Impact on Banks and the Economy*, New York: Oliver Wyman.
Zeitlin J. (2023), "Hierarchy, Polyarchy, and Experimentalism in EU Banking Regulation: The Single Supervisory Mechanism in Action", *Journal of European Integration*, 45(1), pp. 79-101.