



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

## Un patto europeo per la produttività

Intervento di Fabio Panetta\*  
Governatore della Banca d'Italia

XX Foro di dialogo Spagna-Italia (AREL-CEOE-SBEES)  
Barcellona, 3 dicembre 2024

### Introduzione

Sono lieto di partecipare a questo Foro di dialogo tra Spagna e Italia, che dal 1999 rappresenta un'importante occasione per lo scambio di idee ed esperienze tra i nostri due paesi uniti dal Mediterraneo, un mare cantato mirabilmente dalla voce di Joan Manuel Serrat.

La storia dell'Italia e quella della Spagna sono strettamente connesse, così come le loro economie. Gli scambi di beni e servizi superano i 73 miliardi di euro; la Spagna rappresenta il quarto partner commerciale dell'Italia, l'Italia il terzo della Spagna; gli investimenti diretti spagnoli in Italia sono pari a 14 miliardi, quelli italiani in Spagna a 46 miliardi.

Insieme, i due paesi costituiscono una componente significativa dell'area dell'euro, di cui rappresentano il 25 per cento del PIL, il 23 per cento della produzione industriale, il 17 per cento delle esportazioni verso paesi terzi.

L'adesione convinta al progetto europeo ha determinato un impulso essenziale per lo sviluppo economico di entrambi i paesi: dell'Italia, che ne è parte sin dall'inizio; della Spagna, che ha saputo cogliere le opportunità offerte dalla sua più recente partecipazione.

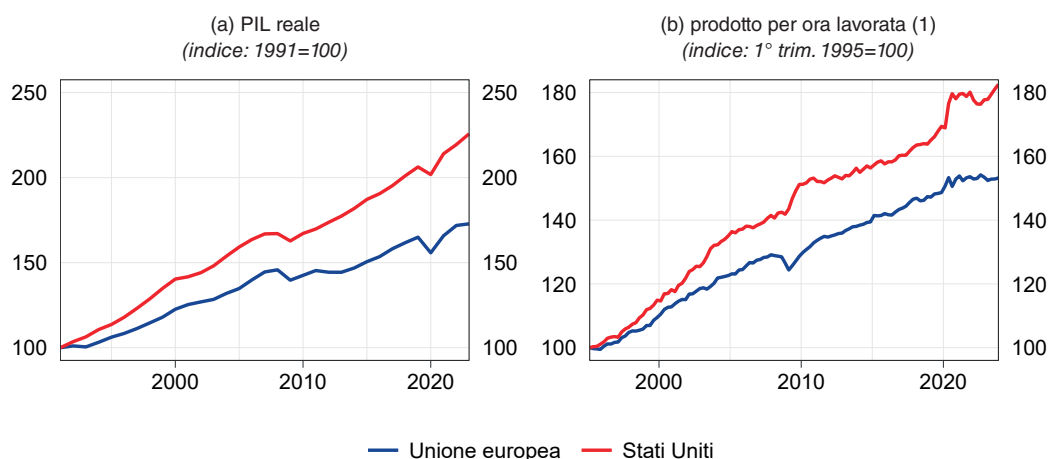
Tuttavia, oggi l'economia europea stenta a tenere il passo con quelle dei paesi più dinamici, in particolare degli Stati Uniti (fig. 1.a), soprattutto a causa della bassa crescita della produttività (fig. 1.b).

Non è da ora che l'economia europea perde terreno. Il divario rispetto agli Stati Uniti si è aperto sul finire del secolo scorso con la diffusione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, per poi ampliarsi con la rivoluzione digitale e infine con l'intelligenza artificiale.

---

\* Ringrazio Antonella Foglia, Valentina Memoli, Roberto Pisano, Pietro Rizza, Anatoli Segura Vélez, Pietro Tommasino, Stefania Zotteri per i loro approfondimenti e contributi.

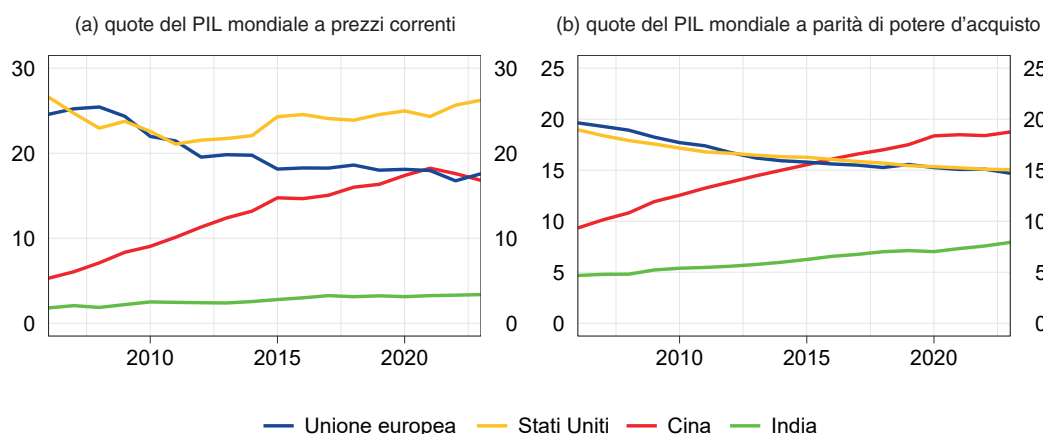
### Divari di crescita e di produttività tra Unione europea e Stati Uniti



Fonte: per il pannello (a), FMI; per il pannello (b), Bureau of Labor Statistics ed Eurostat.  
(1) Prodotto per ora lavorata del settore privato.

Queste tre opportunità mancate per l'Europa sono interconnesse e indicano debolezze strutturali. I loro effetti sono visibili nel calo del peso economico dell'Unione europea a livello internazionale (fig. 2) e, in ultima analisi, nelle condizioni di vita dei cittadini: se l'Italia o la Spagna fossero uno degli Stati della federazione americana, si collocherebbero nel quintile più basso in termini di PIL pro capite, così come la UE nel suo complesso<sup>1</sup>.

### Peso delle principali economie sul PIL mondiale (valori percentuali)



Fonte: FMI.

Il modello economico e sociale europeo – consolidatosi dopo il secondo conflitto mondiale sui principi di libertà, uguaglianza e solidarietà, oltre che sulla cooperazione internazionale – segna la strada del progresso civile. In molti ambiti si è rivelato vincente, come emerge dai dati sulle aspettative di vita.

Va preservato, e per farlo serve un'economia capace di crescere e di generare benessere diffuso.

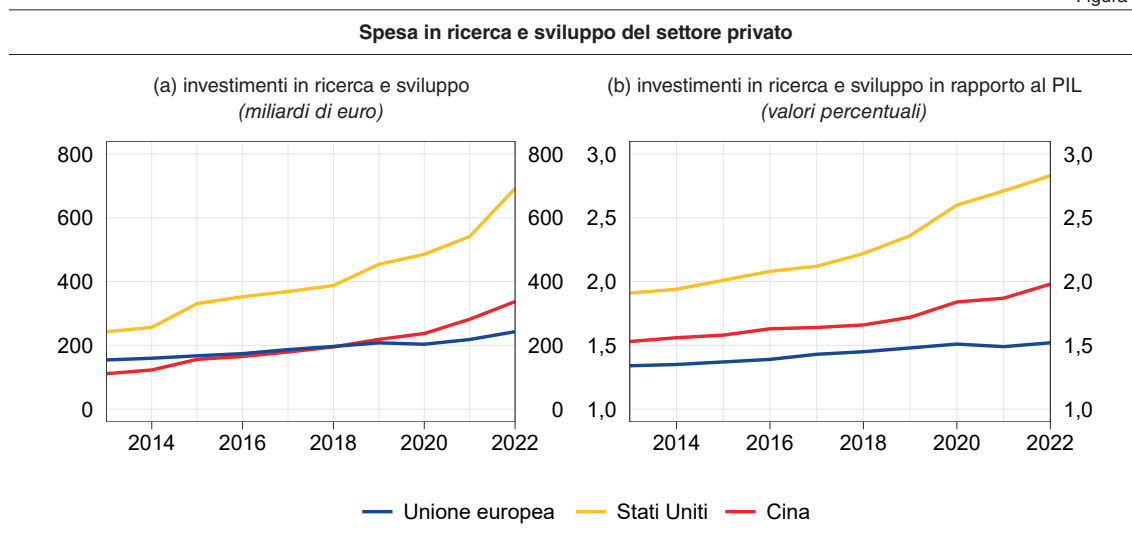
<sup>1</sup> PIL del 2023 considerato in termini di parità di potere d'acquisto.

Nel resto del mio intervento mi concentrerò su un obiettivo prioritario: collocare l'innovazione al centro delle politiche economiche come motore della produttività e della crescita, mobilitando a tal fine risorse pubbliche e private.

## 1. Innovazione, tecnologia, produttività

All'origine della bassa produttività dell'economia europea vi è un'insufficiente capacità di innovare, a sua volta dovuta alla scarsa dinamicità del tessuto produttivo. Negli ultimi dieci anni gli investimenti in ricerca e sviluppo effettuati dalle aziende europee sono stati circa il 60 per cento di quelli delle imprese statunitensi, con un divario crescente nel tempo (fig. 3)<sup>2</sup>.

Figura 3



Fonte: per l'Unione europea, Eurostat; per Cina e Stati Uniti, OCSE.

A questo si aggiunge la sfavorevole composizione settoriale dell'attività di ricerca, che in Europa si concentra per circa il 30 per cento in settori maturi<sup>3</sup>. Negli ultimi vent'anni le imprese in vetta alla classifica degli investimenti in ricerca e sviluppo appartengono per lo più al settore automobilistico, che oggi stenta a tenere il passo con l'innovazione più radicale dei concorrenti extra-europei<sup>4</sup>.

Negli Stati Uniti invece sia le aziende sia i settori leader nella spesa in ricerca e sviluppo sono cambiati nel tempo. Se vent'anni fa erano i produttori di automobili, oggi sono le imprese dell'economia digitale e ad alta intensità tecnologica, tra le quali emergono di continuo nuovi attori, capaci in breve tempo di raggiungere dimensioni e capitalizzazioni molto elevate.

<sup>2</sup> Il dato fa riferimento alla spesa misurata a parità di potere d'acquisto o in rapporto al PIL. Il divario è ancora maggiore, come si evince dalla fig. 3, pannello (a), nel caso del confronto a valori monetari correnti, che risente delle diverse dinamiche dei prezzi e delle fluttuazioni del tasso di cambio. A parità di potere d'acquisto il rapporto è passato dal 62 per cento nel 2013 al 50 per cento nel 2023.

<sup>3</sup> E. Nindl et al., *The 2023 EU Industrial R&D Investment Scoreboard*, Publications Office of the European Union, 2023. Il dato è relativo alle 2.500 imprese che investono di più in ricerca e sviluppo nel mondo.

<sup>4</sup> C. Fuest, D. Gros, P.-L. Mengel, G. Presidente e J. Tirole, *EU innovation policy. How to escape the middle technology trap*, EconPol Policy Report, 2024.

La prevalenza dei settori a tecnologia intermedia in Europa è dovuta principalmente a tre motivi.

Innanzitutto, ai ritardi accumulati a partire dalla fine del secolo scorso, quando il sistema produttivo europeo non riuscì a sfruttare appieno le opportunità offerte dalla diffusione di internet e delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Fu allora che emersero i giganti tecnologici americani – Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft – che grazie all'accesso a enormi quantità di dati, conoscenze scientifiche, risorse finanziarie e una vasta base di clienti oggi dominano i servizi digitali e settori all'avanguardia come l'intelligenza artificiale.

Un ulteriore limite dell'innovazione europea è la frammentazione delle attività di ricerca e sviluppo tra aziende, università e centri di innovazione di diversi paesi. Ciò ostacola il trasferimento di idee e conoscenze e rende arduo intraprendere progetti con un elevato fabbisogno finanziario.

Pesa infine la scarsa integrazione tra il mondo scientifico e quello imprenditoriale, aggravata da rigidità amministrative e regolamentari che ostacolano la trasformazione dei risultati della ricerca in prodotti e servizi competitivi sul mercato globale.

Un esempio emblematico è quello dell'intelligenza artificiale<sup>5</sup>. In questo campo, sebbene i centri di ricerca europei producano studi di elevata qualità, le aziende del continente hanno una presenza trascurabile nello sviluppo della tecnologia: tra il 2013 e il 2023 in Europa gli investimenti privati in intelligenza artificiale hanno raggiunto 20 miliardi di dollari, contro 100 miliardi in Cina e 330 negli Stati Uniti<sup>6</sup>. Anche se non è ancora chiaro quanto l'intelligenza artificiale contribuirà alla produttività del lavoro, è evidente che rimanere ai margini del processo tecnologico – limitandosi a utilizzare innovazioni sviluppate altrove – sarebbe miope.

Un maggiore coinvolgimento di aziende europee accanto ai pochi giganti tecnologici globali determinerebbe benefici che vanno oltre la dimensione economica e riguardano i diritti essenziali dei cittadini, quali la tutela dei dati personali e il pluralismo nel settore dell'informazione.

## 2. Gli investimenti necessari per una nuova Europa

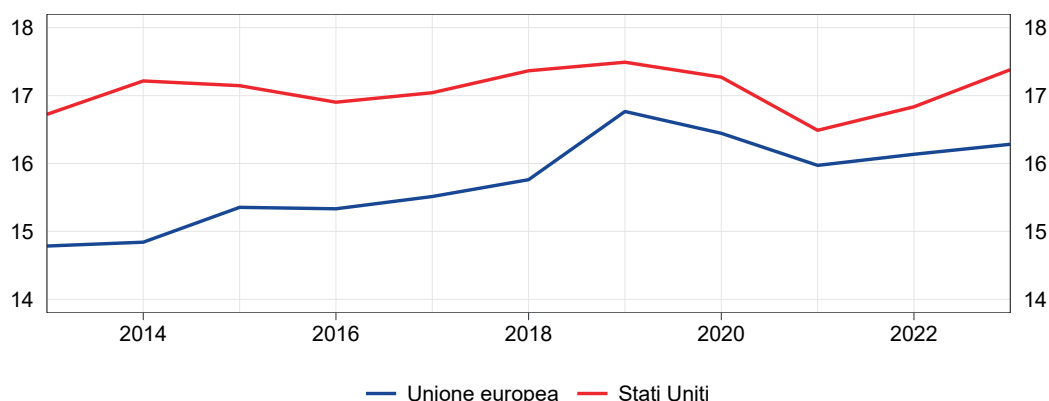
Negli ultimi dieci anni, in Europa gli investimenti produttivi sono stati sistematicamente inferiori a quelli degli Stati Uniti; il divario, che negli anni precedenti la pandemia sembrava essersi ridotto, ora sta nuovamente ampliandosi (fig. 4). Inoltre, la dinamica degli investimenti in ricerca e sviluppo segnala problemi di qualità e composizione della spesa.

---

<sup>5</sup> Considerazioni analoghe riguardano molti altri ambiti come la robotica, la biotecnologia e l'esplorazione dello spazio.

<sup>6</sup> N. Maslej et al., *Artificial Intelligence Index Report 2024*, AI Index Steering Committee, Institute for Human-Centered AI, Stanford University, Stanford, aprile 2024.

**Spesa per investimenti produttivi (1)**  
(in percentuale del PIL)



Fonte: per l'Unione europea, Eurostat; per gli Stati Uniti, Bureau of Economic Analysis.

(1) Gli investimenti produttivi sono calcolati come differenza tra gli investimenti fissi lordi e gli investimenti in abitazioni.

Per garantire una crescita sostenibile e l'autonomia strategica dell'economia europea saranno necessarie ingenti risorse.

Secondo diverse analisi<sup>7</sup>, la doppia transizione – verde e digitale – e il rafforzamento della difesa richiederanno complessivamente 800 miliardi di investimenti pubblici o privati aggiuntivi ogni anno fino al 2030<sup>8</sup>.

Questo importo, pari a quasi il 5 per cento del PIL della UE<sup>9</sup> all'anno, non include tutte le spese necessarie per migliorare la capacità innovativa, come quelle per la formazione di competenze legate alle tecnologie emergenti. Non entrerà nei dettagli delle stime, ma desidero sottolineare tre aspetti.

Il primo riguarda l'esigenza di realizzare i progetti strategici mediante iniziative a livello europeo.

Dato il loro alto costo, gli investimenti risulterebbero troppo onerosi per i singoli Stati membri, anche i più solidi finanziariamente<sup>10</sup>. Solo interventi comuni possono migliorare

<sup>7</sup> F. Panetta, *Investing in Europe's future: the case for a rethink*, intervento all'Istituto per gli Studi di Politica internazionale (ISPI), Milano, 11 novembre 2022; F. Panetta, *Il futuro dell'economia europea tra rischi geopolitici e frammentazione globale*, lectio magistralis tenuta in occasione del conferimento della laurea honoris causa in Scienze giuridiche, banca e finanza presso l'Università degli Studi di Roma Tre, Roma, 23 aprile 2024; O. Bouabdallah, E. Dorrucchi, L. Hoendervangers e C. Nerlich, *Mind the gap: Europe's strategic investment needs and how to support them*, "The ECB Blog", 27 giugno 2024; M. Draghi, *The future of European competitiveness*, settembre 2024.

<sup>8</sup> Il fabbisogno relativo agli investimenti connessi con il clima nella UE ammonta a circa 620 miliardi in media all'anno (Commissione europea, *Relazione di previsione strategica 2023. Sostenibilità e benessere dei cittadini come fulcro dell'autonomia strategica aperta dell'Europa*, COM (2023) 376 final, 6 luglio 2023; pag. 8). A questo ammontare vanno aggiunti circa 125 miliardi all'anno per la transizione digitale e circa 75 miliardi annui per raggiungere una spesa militare pari al 2 per cento del PIL, in linea con gli impegni presi in sede NATO.

<sup>9</sup> Si fa riferimento al PIL del 2023.

<sup>10</sup> Ad esempio, recenti stime prodotte per la sola Germania quantificano il fabbisogno di investimenti aggiuntivi in circa 800 miliardi cumulati nel periodo 2025-30; cfr. F. Heilmann et al., *Public financing needs for the modernisation of Germany*, Dezernat Zukunft, 2024.

il funzionamento del mercato unico, sfruttare economie di scala, evitare le duplicazioni che si avrebbero con azioni a livello nazionale e scongiurare i problemi di *free riding* tipici dei beni pubblici<sup>11</sup>.

Il secondo aspetto riguarda la provenienza dei fondi.

Interventi di questa portata richiedono un contributo congiunto di risorse sia pubbliche sia private. In passato quattro quinti degli investimenti produttivi europei sono stati finanziati da privati, mentre la parte restante è stata realizzata dal settore pubblico<sup>12</sup>.

Tuttavia, è ragionevole attendersi un aumento della quota pubblica, poiché molti interventi – come la produzione di tecnologie innovative, la transizione digitale, la sicurezza energetica e la difesa – riguardano beni pubblici europei. Inoltre molti progetti, specialmente nelle fasi iniziali, presentano rendimenti bassi ed esiti incerti, rendendo cruciale il ruolo del settore pubblico per stimolare l’iniziativa privata. Un esempio storico è il progetto DARPA degli Stati Uniti, che dagli anni sessanta ha gettato le basi per lo sviluppo di internet<sup>13</sup>.

Il terzo aspetto, non meno importante, è l’esigenza di spiegare con chiarezza ai cittadini europei che i costi elevati degli investimenti saranno bilanciati da benefici anch’essi elevati. Durante la transizione sarà essenziale tutelare le fasce più deboli della popolazione, che potrebbero risentire maggiormente dei cambiamenti. Questo approccio è fondamentale per ridurre eventuali resistenze sociali e politiche, rafforzando il sostegno al progetto comune.

### 3. Il ruolo delle risorse pubbliche

L’Europa è da anni in una situazione anomala. Da un lato, alcuni paesi presentano un alto debito pubblico – un problema rilevante per l’economia della Spagna e ancor più per quella dell’Italia. Dall’altro lato, il debito comune europeo è esiguo.

Gran parte del debito europeo è costituito dal programma *Next Generation EU* (NGEU). Il principale strumento di NGEU, il Dispositivo per la ripresa e la resilienza, ammonta a 650 miliardi, a cui si aggiungono 80 miliardi relativi a programmi già inclusi nel bilancio della UE. Tuttavia il programma terminerà nel 2026, e a partire dal 2028 la consistenza

---

<sup>11</sup> Nell’ambito di un determinato territorio, i beni pubblici sono caratterizzati dall’essere non rivali (estenderli a tutti non richiede costi aggiuntivi) e non escludibili (non è possibile circoscrivere il loro uso solo ai soggetti che hanno contribuito a finanziarli). Quest’ultima caratteristica è alla radice dei problemi di *free riding* ossia, nel nostro caso, l’incentivo per uno Stato di beneficiare degli sforzi altrui (ad esempio in campo ambientale) senza effettuarne esso stesso.

<sup>12</sup> M. Draghi, 2024, op. cit.

<sup>13</sup> Nel 1958 gli Stati Uniti fondarono l’istituto di ricerca Advanced Research Projects Agency (ARPA; poi ridenominato Defence ARPA, DARPA), con l’obiettivo di realizzare soluzioni tecnologiche radicalmente innovative a fini militari. Nel 1969 venne realizzato ARPAnet, una rete di computer che collegava ARPA ad alcune università statunitensi. Nel corso degli anni settanta il numero di università collegate alla rete aumentò e fu inventato il protocollo che consentì di semplificare e velocizzare la comunicazione fra computer in rete, mettendo così le basi per lo sviluppo di internet come lo conosciamo oggi. Le attività di DARPA fanno perno sull’interazione fra mondo accademico, mondo imprenditoriale e agenzie governative.

dei titoli comuni inizierà a diminuire, fino a diventare pressoché nulla nei successivi tre decenni.

Creare una capacità di bilancio comune per finanziare beni pubblici contribuirebbe a superare l'anomalia europea.

È importante essere chiari: questa proposta non implica la creazione di una *fiscal union* né richiede un ministro delle finanze europeo o meccanismi di trasferimenti sistematici tra paesi<sup>14</sup>. Si tratta invece di istituire un programma di spesa comune per finanziare investimenti indispensabili per tutti i cittadini europei, realizzando un *productivity compact* a livello continentale. Parafrasando Keynes, l'obiettivo non è fare meglio o peggio ciò che gli Stati membri già fanno, ma fare ciò che essi non fanno<sup>15</sup>.

Per rendere più concreta la proposta, è utile considerare un esempio numerico.

Se si decidesse di finanziare il 25 per cento di un piano di investimenti da 800 miliardi all'anno per sei anni, il debito comune europeo raggiungerebbe il 6 per cento del PIL della UE nel 2030. Includendo i titoli NGEU e altri programmi gestiti dalla Commissione europea, si arriverebbe al 10 per cento del PIL (fig. 5)<sup>16</sup>.

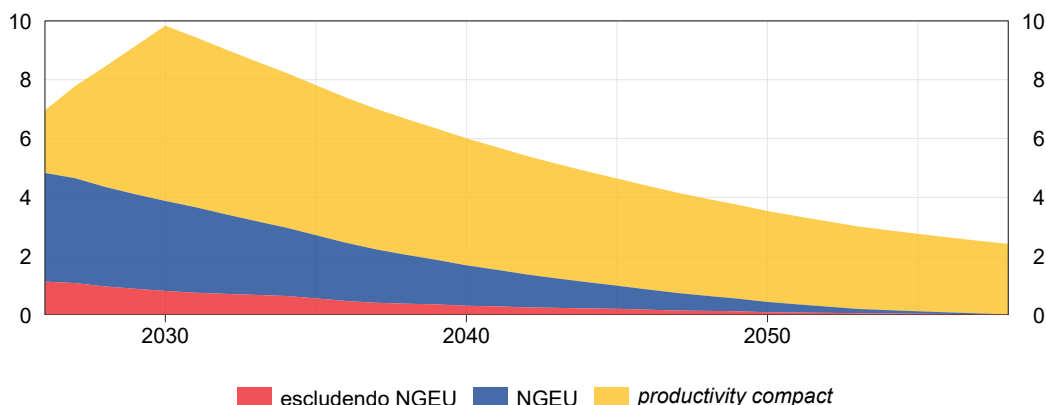
---

<sup>14</sup> In questa sede non mi soffermo sulle altre importanti funzioni che una capacità di bilancio comune potrebbe assolvere. Tra queste, oltre a quella di attenuare l'impatto di shock idiosincratichi che colpiscono solo alcuni Stati (una forma di mutua assicurazione), vi è quella di una migliore gestione della domanda aggregata: la politica di bilancio europea non sarebbe più la semplice somma delle politiche nazionali, ma potrebbe essere definita in modo coerente con le condizioni cicliche dell'economia dell'area e con la *stance* della politica monetaria.

<sup>15</sup> «The important thing for Government is not to do things which individuals are doing already, and to do them a little better or a little worse; but to do those things which at present are not done at all». Keynes espresse questo concetto nel suo saggio del 1926 *The End of Laissez-faire*, riferendosi alla più opportuna ripartizione dei compiti del settore pubblico e privato all'interno di un singolo paese (J.M. Keynes, *The End of Laissez-faire*, Londra, Hogarth Press, 1926).

<sup>16</sup> Le ipotesi macroeconomiche sottostanti le simulazioni sono le seguenti: il tasso di interesse sul *productivity compact* è uguale al 3 per cento (pari alla media ponderata dei rendimenti sui titoli decennali dei paesi della UE); le previsioni del PIL nominale fino al 2026 sono tratte da Commissione europea, *European Economic Forecast. Autumn 2024*, Institutional Paper, 296, novembre 2024; dal 2027 al 2030 la crescita reale converge verso quella del PIL potenziale (1 per cento), come stimato in Commissione europea, *2024 Ageing Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)*, Institutional Paper, 279, aprile 2024; dal 2031 si utilizzano le previsioni di crescita potenziale formulate dalla Commissione in quest'ultimo documento; dal 2027 l'inflazione è sempre pari al 2 per cento. Per debito "escludendo NGEU" si intende quello riferito ai seguenti programmi di assistenza finanziaria gestiti dalla Commissione europea: *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* (SURE), *European Financial Stabilisation Mechanism* (EFSM), *Balance of Payments Assistance Facility* (BoP), Euratom, *Macro Financial Assistance* (MFA), *Macro Financial Assistance+* (MFA+) e la componente dei prestiti in capo alla *Ukraine Facility*. Si assume che le risorse erogate mediante SURE, EFSM, BoP, Euratom e MFA vengano sostanzialmente rimborsate entro il 2058, come indicato in Commissione europea, *Consolidated annual accounts of the European Union for the financial year 2023*, COM (2024) 272 final, 2024; si suppone anche che, complessivamente, il rimborso dei prestiti erogabili all'Ucraina mediante MFA+, la *Ukraine Facility* e il pacchetto di assistenza macrofinanziaria eccezionale adottato dal Consiglio della UE lo scorso ottobre inizi il 2033. Per NGEU si ipotizza che entro il 2026 tutti i paesi della UE abbiano ricevuto l'intero ammontare dei fondi richiesti e che i titoli legati alle sovvenzioni vengano rimborsati linearmente tra il 2028 e il 2058 (tra il 2032 e il 2053 per quelli legati ai prestiti). Infine, per il *productivity compact* si suppone che dal 2031 in poi i paesi membri ripaghino solo gli interessi sui titoli, il cui ammontare rimane quindi costante in termini nominali.

**Simulazioni dello stock di debito comune della UE emesso  
per i programmi di assistenza finanziaria gestiti dalla Commissione europea**  
(in percentuale del PIL)



Fonte: per i programmi di assistenza finanziaria gestiti dalla Commissione europea (incluso NGEU), elaborazioni su dati della Commissione europea; per le simulazioni, cfr. la nota 16.

Questo aumento di passività a livello centrale<sup>17</sup> sarebbe contenuto e finalizzato esclusivamente ad accrescere la produttività dell'economia europea; esso limiterebbe la necessità di spese per investimenti da parte degli Stati membri, che potrebbero così ridurre più rapidamente il proprio debito pubblico.

La creazione di un mercato secondario liquido permetterebbe di ridurre i rendimenti dei titoli europei, attualmente penalizzati dalla bassa liquidità degli scambi e dall'assenza di strumenti derivati adeguati per gestire i rischi di mercato. Secondo nostre stime, il superamento di queste criticità potrebbe abbassare i tassi di interesse sui titoli europei di oltre 20 punti base<sup>18</sup>.

Emissioni regolari di titoli da parte della UE renderebbero inoltre disponibile un titolo europeo privo di rischio, indispensabile per lo sviluppo di un mercato dei capitali europeo, come dirò tra poco.

Il percorso appena descritto dovrà tenere conto di tre esigenze fondamentali: razionalizzare le risorse già destinate ai programmi comunitari; impegnare gli Stati membri con alto debito a migliorare i propri conti pubblici, al fine di evitare un eccessivo incremento del debito complessivo dell'Unione; garantire una gestione trasparente dei progetti comuni, assicurando che le risorse siano impiegate per aumentare la produttività e rendendo pienamente conto delle scelte effettuate.

<sup>17</sup> Per onorare l'ulteriore debito comune contratto nel periodo 2025-30 sarebbe sufficiente un flusso di risorse che può essere stimato prudenzialmente in circa lo 0,2 per cento del PIL della UE nel 2031. Se poi, come è ragionevole attendersi, il piano inducesse una maggiore crescita potenziale, il costo sarebbe inferiore.

<sup>18</sup> K. Pallara, M. Pericoli e P. Tommasino, *Issuing European safe assets: how to get the most out of Eurobonds?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.



#### 4. Un mercato dei capitali europeo per l'innovazione

Uno dei maggiori ostacoli all'innovazione in Europa è la mancanza di un mercato dei capitali efficiente e integrato su scala continentale, in grado di selezionare gli imprenditori più capaci e di sostenere progetti ad alto rischio e alto rendimento sin dalle loro fasi iniziali<sup>19</sup>.

Il piano di investimenti che ho descritto richiederà un contributo significativo da parte di intermediari e investitori privati non solo per le risorse necessarie, ma anche per vagliare e monitorare i progetti.

Data l'aleatorietà degli investimenti, il ruolo del mercato azionario e di altre forme di finanziamento specializzate, come il private equity e il venture capital, sarà fondamentale. È dalle dinamiche di mercato che possiamo aspettarci soluzioni a problemi che altrimenti sarebbero difficili da risolvere. Tuttavia, è necessario creare le condizioni perché queste forze possano operare al meglio.

Una maggiore integrazione finanziaria renderebbe l'area dell'euro più attraente per gli investitori sia domestici sia esteri. L'economia europea registra da anni un surplus della bilancia dei pagamenti: essa genera quindi risparmi superiori agli investimenti interni, impiegandoli in parte all'estero. Prima della pandemia le risorse interne investite fuori dall'area ammontavano in media a oltre 300 miliardi di euro all'anno, quasi il 3 per cento del PIL. Se tali risorse fossero state destinate a iniziative imprenditoriali domestiche, gli investimenti produttivi nel continente sarebbero aumentati di un quinto.

Un mercato unico dei capitali migliorerebbe l'allocazione del risparmio. Rafforzerebbe inoltre i flussi finanziari tra i paesi membri, offrendo a famiglie, imprese e intermediari europei migliori opportunità di diversificazione degli investimenti. Questo permetterebbe loro di attenuare l'impatto di shock locali e di partecipare a progetti con rischi e rendimenti più elevati. Attualmente il settore finanziario consente agli investitori europei di assorbire solo un quarto degli shock locali al PIL, contro i tre quarti degli Stati Uniti.

Per costruire un mercato unico dei capitali in Europa è necessario affrontare due problemi fondamentali.

Il primo è la mancanza di un titolo pubblico europeo privo di rischio.

Un titolo comune è essenziale per il funzionamento dei mercati dei capitali sviluppati. La possibilità di scambiare un benchmark privo di rischi faciliterebbe la determinazione del prezzo di prodotti finanziari quali le obbligazioni societarie e i derivati, stimolandone lo sviluppo. Inoltre, costituirebbe una forma di garanzia finanziaria utilizzabile in ogni paese e in tutti i segmenti di mercato, agevolando gli scambi interbancari collateralizzati e migliorando la capacità di diversificare i rischi per gli intermediari. Un titolo privo di rischio attrarrebbe anche investimenti esteri, rafforzando il ruolo internazionale dell'euro.

---

<sup>19</sup> E. Letta, *Much more than a market: speed, security, solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, aprile 2024.

Il secondo problema è l'incompletezza dell'Unione bancaria, che costringe le banche europee a operare prevalentemente in mercati nazionali. L'istituzione del Meccanismo di vigilanza unico e del Meccanismo di risoluzione unico ha rappresentato un importante passo in avanti, ma non è bastata a creare un mercato bancario europeo pienamente integrato<sup>20</sup>. Si è seguito un approccio sequenziale e basato sui piccoli passi, che non ha funzionato<sup>21</sup>.

Le banche svolgono un ruolo cruciale nei principali mercati dei capitali: dalla gestione del risparmio alla sottoscrizione e collocamento di titoli obbligazionari e azionari, dalle operazioni di quotazione in borsa fino alla consulenza finanziaria e al *market-making*. La loro piena operatività in tutta l'area dell'euro è indispensabile per un mercato dei capitali integrato.

L'introduzione di un titolo europeo privo di rischio e il completamento dell'Unione bancaria sono le più importanti ma non le sole precondizioni per creare un mercato unico dei capitali. Non va dimenticata l'importanza di definire un Testo unico della finanza europeo, di rafforzare l'attività di supervisione centralizzata e di omogeneizzare i meccanismi di gestione delle crisi di impresa.

## Conclusioni

In passato, Jean Monnet disse: «l'Europa si forgerà nelle crisi»<sup>22</sup>. Questa frase non è solo una speranza per tempi difficili, ma un monito che ci invita a cogliere ogni sfida come un'opportunità per trasformare il nostro continente.

Oggi siamo di fronte a cambiamenti epocali: la doppia transizione digitale e climatica, il deterioramento dello scenario geopolitico, le pressioni demografiche e migratorie, la frammentazione del commercio globale. Non si tratta di crisi passeggera, ma di processi profondi, che richiedono risposte adeguate.

Per affrontarli dobbiamo costruire un'economia capace di crescere, innovare e generare benessere diffuso. Nessuno Stato membro può riuscirci da solo. È essenziale un'azione coordinata a livello europeo: un *productivity compact* che mobiliti investimenti pubblici e privati in beni comuni strategici.

Questa iniziativa non è solo una risposta alla necessità di colmare i nostri ritardi, ma una prospettiva per il futuro. Significa rafforzare la sovranità tecnologica, creare posti di

---

<sup>20</sup> Il settore creditizio rimane frammentato lungo linee nazionali: manca un fondo europeo di garanzia dei depositi, il sistema di gestione delle crisi bancarie è incompleto e rimangono ostacoli al trasferimento di capitale e liquidità dei gruppi bancari tra paesi.

<sup>21</sup> F. Panetta, *Un destino, un'economia e un diritto condivisi per l'Europa*, lectio magistralis tenuta in occasione del conferimento della laurea honoris causa in Giurisprudenza presso l'Università di Cassino e del Lazio meridionale, Cassino, 6 aprile 2022.

<sup>22</sup> «L'Europe se fera dans les crises et elle sera la somme des solutions apportées à ces crises» (J. Monnet, *Mémoires*, Parigi, Fayard, 1976).

lavoro, migliorare la qualità della vita dei cittadini e proteggere valori fondamentali come la libertà e il pluralismo.

Per raggiungere questi obiettivi è cruciale introdurre un titolo europeo privo di rischio, completare l'Unione bancaria, sviluppare un mercato europeo dei capitali meglio in grado di finanziare progetti innovativi ad alto rischio. Dobbiamo anche creare un ambiente economico che incentivi l'imprenditorialità e l'innovazione, superando le rigidità normative e amministrative che frenano il nostro potenziale di sviluppo.

Non possiamo permetterci un approccio sequenziale, fatto di piccoli passi. Le riforme necessarie sono interconnesse e si rafforzano reciprocamente: devono essere attuate con determinazione e visione d'insieme, facendo leva sulle recenti analisi di Mario Draghi ed Enrico Letta.

L'Europa può e deve essere protagonista del proprio destino. Come l'arciere di Niccolò Machiavelli, dobbiamo puntare più in alto per raggiungere il nostro obiettivo<sup>23</sup>. Insieme, gli Stati membri possono trasformare le sfide in opportunità e forgiare un futuro di prosperità e progresso per tutti i cittadini europei.

---

<sup>23</sup> «e fare come gli arcieri prudenti, a' quali parendo el luogo dove desegnano ferire troppo lontano, e conoscendo fino a quanto va la virtù del loro arco, pongono la mira assai più alta che il luogo destinato, non per aggiugnere con la loro freccia a tanta altezza ma per potere con lo aiuto di sì alta mira pervenire al disegno loro» (N. Machiavelli, *Il principe*, 1532, capitolo VI).

Questa pubblicazione è stata stampata su carta certificata Ecolabel UE  
(numero di registrazione: F1/11/01)

*L'impatto ambientale connesso con il ciclo di vita della carta utilizzata  
è stato compensato con l'acquisto di crediti di carbonio e piantando alberi in aree del territorio italiano*

Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia