

Bilancio, risorse proprie e Unione del risparmio e degli investimenti: sfide cruciali per l'Unione europea

EU budget, own resources, and the SIU: key challenges for the Union

Ignazio Visco, Governatore onorario della Banca d'Italia

Keywords

Mercato unico dei capitali, safe assets e bilancio Ue

Jel codes

G15, G12, H87

Il completamento dell'Unione economica e monetaria europea è centrale nel dibattito economico. L'Area dell'euro è unica: condivide una moneta unica pur in assenza di uno Stato federale di riferimento. In questo articolo si considerano i nodi cruciali del sistema finanziario e del bilancio europeo. Partendo dalle premesse dell'Unione del risparmio e degli investimenti (Saving and Investment Union, SIU) si arriva a discutere dei beni pubblici, di un vero e proprio safe asset europeo e delle sfide fiscali e di bilancio.

Completing the European Economic and Monetary Union is central to the economic debate. The euro area is unique: it shares a single currency even in the absence of an underlying federal state. In this article, we analyze the crucial issues of the financial system and the European budget. Starting from the premises of the Savings and Investment Union (SIU), we discuss important topics such as public goods, a true European safe asset and fiscal and budgetary challenges.

1. Moneta, architettura di bilancio, risparmio e beni pubblici europei

È stato spesso ribadito che l'euro è una moneta senza Stato. Questa condizione non è una semplice scelta tecnica, ma una vulnerabilità strutturale che condiziona l'intera architettura istituzionale dell'Unione europea. Il funzionamento ottimale di un'unione monetaria richiede una capacità fiscale centrale, in grado di attuare politiche anticicliche e di stabilizzazione macroeconomica che i singoli bilanci nazionali, da soli, non possono garantire con sufficiente efficacia. In quest'ottica, la SIU nasce con l'obiettivo di orientare l'ingente surplus di risparmio domestico verso investimenti all'interno dei confini dell'Unione, fermando il deflusso di capitali verso mercati globali.

Tuttavia, ci si può chiedere se l'attuale Quadro finanziario pluriennale (QFP), combinato con l'eredità del programma

Next Generation EU (NGEU) e la nuova agenda sui mercati dei capitali, rappresenti davvero un passo decisivo verso l'architettura fiscale e di bilancio di cui l'unione monetaria ha bisogno. Di concetti affini alla SIU, a partire dall'originario progetto dell'Unione dei mercati dei capitali, si discute ormai da oltre un decennio. Nonostante le affermazioni di principio, i progressi reali sono lenti per via delle resistenze politiche degli Stati membri a cedere sovranità su fisco e finanza.

L'idea della SIU è razionale: un mercato integrato convoglia il risparmio verso investimenti, tecnologici e infrastrutturali, capaci di stimolare l'innovazione e la dinamica della produttività. Per attivare questo meccanismo servono però progetti privati solidi ed economicamente sostenibili, nonché un nuovo ruolo strategico del settore pubblico a livello centrale.

Il nodo cruciale è come indirizzare le risorse verso obiettivi

Intervento all'Incontro *L'Unione europea e il suo bilancio: una prospettiva critica*, Tavola rotonda, «Il bilancio e il futuro dell'Unione», Luiss, Roma, 8 giugno 2026

di interesse collettivo, beni pubblici europei (European Public Goods, EPG) quali – in una lista non esaustiva – la transizione ambientale, le reti di trasporto transeuropee, la sicurezza continentale. Se questi beni non vanno finanziati esclusivamente con risorse pubbliche comuni, serve una cooperazione pubblico-privato ben strutturata, sostenuta da una solida capacità impositiva centrale. Senza una capacità fiscale autonoma, non solo continuerebbe a mancare la fondamentale controparte della moneta unica ma si rischierebbe anche di non disporre degli strumenti necessari per indirizzare il risparmio dove il mercato da solo non riesce ad arrivare, lasciando quindi scoperti settori strategici per il futuro dell'Unione.

2. Il dibattito sui debiti nazionali e l'indispensabile presupposto del safe asset

Una premessa fondamentale: in assenza di uno strumento finanziario privo di rischio (safe asset), la SIU non può funzionare a pieno regime né risultare credibile. Un mercato integrato richiede un titolo di debito europeo percepito come privo di rischio, paragonabile ai Treasuries statunitensi. L'emissione richiede una capacità impositiva autonoma dell'Unione. L'emissione di un safe asset con un'elevata credibilità, e che non sia ostaggio di veti incrociati tra i governi nazionali, richiede una capacità impositiva autonoma dell'Unione. Senza questi elementi, è difficile garantire la stabilità finanziaria dell'Area nel suo complesso e trattenere i risparmi in Europa.

Il mercato dei Treasuries negli Stati Uniti è profondo, liquido e permanente. In Europa mancano titoli simili, manca cioè un mercato di Eurobonds. Negli anni, diverse soluzioni sono state avanzate per superare questo stallo. Tra queste viene spesso citata quella di Olivier Blanchard e Ángel Ubide, i quali propongono di creare uno stock di safe assets sufficientemente ampio, per un ammontare di circa 5.000 miliardi di euro sostituendo una quota fissa dei debiti nazionali, pari al 25% del PIL di ciascun paese membro, con titoli comuni «senior». In questo modo si ridurrebbe dra-

sticamente lo stock di titoli emessi dai singoli Stati sul mercato, facilitando il loro allineamento verso la soglia del 60% del PIL. Una soluzione che, con interessi pro quota a carico dei paesi membri da cui provengono i diversi ammontari di debito, non prevederebbe, quindi, la mutualizzazione dei debiti pregressi e darebbe vita a uno strumento di debito comune e sicuro (Blanchard e Ubide, 2025).

Questa proposta presenta vari punti di contatto con il dibattito sulla gestione comune dei debiti emerso in seno alla Banca d'Italia (cfr. Cioffi et al., 2019, in cui si propone l'istituzione di un fondo europeo per assorbire quote di debito nazionale superiori al 60% del PIL, finanziato con emissioni sovranazionali e rimborsato pro quota dagli Stati, quindi con neutralità distributiva). Per superare la possibile sfiducia politica, Blanchard e Ubide introducono una seniority legale sul debito comune. Inoltre, mentre lo schema di Cioffi et al. nasceva come strumento transitorio di ammortamento per ricondurre i debiti sotto il 60% del PIL (oltre a pagare gli interessi, gli Stati membri estinguerebbero – in un lungo periodo – anche la parte dei loro debiti residui eccedente tale quota), Blanchard e Ubide mirano a uno stock permanente di debito comune.

In ultima analisi, l'efficacia della proposta di Blanchard e Ubide rischia di scontrarsi con la persistenza delle asimmetrie degli stock di debito residuo. Con un trasferimento simmetrico (pari al 25% del PIL) si lascerebbero i mercati nazionali dei paesi ad alto debito penalizzati da uno stock junior ancora imponente e volatile. Per questa ragione, una proposta più robusta e credibile potrebbe risiedere in una combinazione tra lo schema di Blanchard e Ubide e quello elaborato dagli economisti della Banca d'Italia.

In particolare, nelle Considerazioni finali del 31 maggio 2022 (Visco, 2022) si delineava l'opportunità di una gestione comune permanente del debito eccedente la soglia del 60% (per la componente pandemica o altro), garantendo la neutralità distributiva. Si potrebbe qui considerare l'intera parte eccedente il 60% del PIL e innestarvi la seniority legale mutuata da Blanchard e Ubide: blindando il debito comune tramite il trasferimento prioritario di entrate fiscali nazionali dedicate, si azzererebbe l'asimmetria degli stock

sul mercato, offrendo alla SIU un safe asset strutturalmente immune dal rischio di contagio sovrano. Al contempo, si disinnescerebbe il possibile veto politico dei paesi cosiddetti «frugali» legato al moral hazard, eventualmente con la garanzia di una «segregazione alla fonte» delle entrate fiscali nazionali destinate alla copertura degli oneri del debito.

Dal punto di vista tecnico e giuridico, l'operazione è fattibile. Tuttavia, la sua realizzazione risulta quasi impossibile sul piano politico a causa della cronica mancanza di fiducia reciproca tra gli Stati membri. Un'iniziativa del genere, se proposta da paesi con un elevato rapporto debito/PIL come l'Italia o la Francia i cui debiti residui, ancorché al 60% del PIL, resterebbero comunque ben più elevati di quelli di altri paesi membri, verrebbe immediatamente respinta. Le dimensioni dei loro debiti pubblici sono infatti considerate dagli osservatori europei – non sempre a torto – come indicatori di lassismo di bilancio e di scarsa disciplina fiscale. In effetti, i timori per i conti pubblici della Francia appaiono oggi ragionevoli, specialmente alla luce delle recenti dinamiche di bilancio transalpine. Un diverso discorso può essere fatto per l'Italia, che pure ha un livello di debito in termini relativi più alto. Per lunghi periodi (fatta eccezione per la fase espansiva post-Covid) il disavanzo pubblico italiano è stato infatti spinto quasi esclusivamente dalla spesa per interessi passivi legati all'enorme debito accumulato, registrando al contempo consistenti avanzi primari strutturali. Inoltre, le previsioni sulla spesa sociale risulterebbero in linea di principio sostenibili, nonostante l'invecchiamento demografico, a condizione che il prodotto potenziale registri una crescita annua attorno all'1% nei prossimi decenni (cfr. European Commission, 2024, e Visco, 2025). Uno scenario, questo, che non è riscontrabile in modo analogo in Francia, Spagna e, in prospettiva, nemmeno nella stessa Germania, che deve affrontare forti sfide strutturali. Ciononostante, a causa del sentimento dei mercati e delle diffidenze in seno ai partner europei, per avere qualche speranza di essere effettivamente adottata una proposta per la creazione di un safe asset dovrebbe probabilmente provenire dal Nord Europa; come è noto, però, Germania, Olanda e paesi nordici sono storicamente contrari a qualsiasi forma, anche parziale,

di condivisione dei rischi finanziari.

In attesa di raggiungere un consenso politico su una riforma strutturale dei debiti, si potrebbe operare sulla base di una politica di «flusso». Si tratterebbe, cioè, di finanziare i beni pubblici europei replicando in parte il modello di Next Generation EU e collegando specificamente l'utilizzo di una nuova capacità impositiva europea alla realizzazione di questi progetti. Ma come si può attuare una tale strategia se l'effettiva capacità impositiva autonoma dell'Unione Europea è attualmente limitata e non abbastanza grande?

L'esperienza suggerisce che non sia possibile finanziare i beni pubblici europei in modo adeguato senza aumentare la capacità impositiva comunitaria. Inoltre, non si può che essere scettici riguardo alla reale capacità dell'Unione di definire con sufficiente lungimiranza, ancor prima che finanziarli, quali siano i veri beni pubblici europei. Tra questi, dovrebbero a pieno titolo rientrare difesa e sicurezza (non limitata al solo ambito militare), transizione ambientale, ricerca di base e innovazione tecnologica. In tutti questi campi, è necessario un attento e calibrato mix tra intervento pubblico e investimenti privati.

3. Virtù e rischi del «modello» americano e i limiti del Bilancio dell'Unione europea

Per finanziare l'innovazione tecnologica, l'Unione europea potrebbe ispirarsi al modello statunitense della DARPA (Defense Advanced Research Projects Agency), come suggerito nel Rapporto Draghi e da Philippe Aghion e altri (cfr. Draghi, 2024; Aghion et al., 2025). La DARPA opera con un bilancio mirato (circa 4 miliardi di dollari) e un team ristretto composto da circa 200 valutatori specializzati, con il compito di selezionare e valutare a livello federale progetti tecnologicamente avanzati e a rischio elevato. Questo approccio garantirebbe valutazioni meritocratiche e oggettive della ricerca di base, superando i particolarismi dei singoli Stati.

Il modello americano presenta tuttavia dei rischi. I finanziamenti pubblici competitivi hanno finito per favorire nel

tempo la creazione di enormi monopoli privati. Le «Magnifiche 7» imprese tecnologiche rappresentano ormai circa il 35% del mercato azionario statunitense (rispetto al 15% di dieci anni fa), accumulando uno strapotere di mercato che non produce solo rendite monopolistiche ed enormi concentrazioni di capitale ma si traduce inevitabilmente anche in un forte potere politico.

Nel solo 2027, la spesa in conto capitale delle Big Tech nell'Intelligenza artificiale supererà i 1.000 miliardi di dollari (cfr. Burns, 2026). Questi massicci investimenti ad alto rischio sono sostenuti da un'implicita garanzia politica federale. L'Europa non dispone né di un mercato finanziario integrato di simile portata né di un paragonabile bilancio federale, data la dimensione lillipuziana del bilancio in confronto alla scala della sua economia.

Alla luce di questi limiti, come si può progredire concretamente? Anche mantenendo il bilancio comunitario nelle dimensioni attuali, si potrebbero aumentare le risorse proprie in sostituzione dei contributi nazionali. Già questa potrebbe essere una base credibile per l'emissione di debito comune, avvicinando l'Unione a un'entità sovrana, capace di operare in autonomia sui mercati finanziari. Tuttavia, sarebbe soprattutto auspicabile ampliare la dimensione complessiva del bilancio, introducendo peraltro rigidi controlli sui risultati.

Tra i candidati ideali per istituire nuove entrate autonome europee, risalendo ad analisi già sviluppate negli anni passati (cfr., tra gli altri, Fuest e Pisani-Ferry, 2020), si possono menzionare le tasse pigouviane su beni a esternalità negativa, la tassa sulla plastica e il meccanismo di adeguamento del prezzo del carbonio alla frontiera (CBAM), entrato in vigore in via definitiva. Per il rimborso del debito di Next Generation EU è anche stata avanzata la proposta di ricorrere alle entrate derivanti dal sistema di scambio delle quote di emissione (ETS).

Ricordando che l'obiettivo di queste imposte, pure dalle dimensioni significative, è in primo luogo proprio il contenimento delle esternalità, non credo sia da trascurare il fatto che il sopraggiungere di nuove e permanenti esigenze ha come ragionevole controparte la necessità, purché ben definita e comunicata, di maggiori e stabili entrate. A questo riguardo, una riforma particolarmente rilevante potrebbe

passare per una revisione dell'imposizione sulle società (la corporate income tax) con base imponibile armonizzata e aliquota minima europea. Questa misura ridurrebbe l'arbitraggio fiscale interno, garantendo concorrenza leale e finanziando direttamente l'Unione.

4. Conclusioni

Per creare un vero mercato unico dei capitali non bastano tuttavia le sole riforme tecniche. Servirebbe uno shock culturale e politico analogo a quello del Rapporto Cecchini della fine degli anni Ottanta, che illustrò i costi della «non-Europa» e i grandi vantaggi derivanti dall'eliminazione delle barriere fisiche, tecniche e fiscali, aprendo la strada all'Atto Unico Europeo e alla nascita del mercato unico (Cecchini, 1988). Oggi, l'Europa necessita di un controfattuale altrettanto capace di dimostrare i costi della frammentazione finanziaria e i benefici dell'Unione dei mercati dei capitali, offrendo la spinta politica per dotare l'Unione di una capacità fiscale autonoma, di un safe asset credibile e di un'architettura monetaria e di bilancio finalmente completa.

Bibliografia

- Aghion P., Dewatripont M., Legros P.** (2025), «Competition-friendly Industrial Policy», in *CPI Antitrust Chronicle*, maggio.
- Blanchard O., Ubide A.** (2025), «Now Is Time for Eurobonds: A Specific Proposal», in *Realtime Economics*, Peterson Institute for International Economics, 30 maggio.
- Burns T.** (2026), «AI Boom: Big Tech Capital Expenditures Seen Topping \$1 Trillion in 2027», in *CNBC*, 30 aprile.
- Cecchini P.** (1988), *La sfida del 1992. Una grande scommessa per l'Europa*, con la collaborazione di M. Catinat e A. Jacquemin, Sperling & Kupfer, Milano.
- Cioffi M., Rizza P., Romanelli M., Tommasino P.** (2019), *Outline of a redistribution-free debt redemption fund for the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza (Occasional Papers), 479, gennaio.
- Draghi M.** (2025), *The Future of European Competitiveness*, European Commission, Brussels.
- European Commission** (2024), *Ageing Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)*, Institutional Paper, 279.
- Fuest C., Pisani-Ferry J.** (2020), *Financing the European Union: New Context, New Responses*, Bruegel, Policy Contributions, Issue 16, settembre.
- Visco I.** (2022), *Considerazioni finali del Governatore*, Banca d'Italia, Relazione annuale, 31 maggio.
- (2025), «Un sostenibile "lungo periodo"? Sfide e prospettive per l'Italia di domani», in *Economia italiana*, 3.