

Serve un mercato unico dei capitali Garanzia comune per le imprese

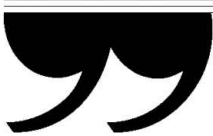


Finanziamenti
Un mercato dei capitali maturo ha bisogno di un «safe asset» attorno al quale strutturarsi



Europa-Usa
I mercati dei capitali europei, per volume e livello di sviluppo, sono una frazione di quelli Usa

L'intervento



di **Giovanni Tria**
e **Patrizio Messina**

Esiste uno squilibrio tra l'ingente fabbisogno di investimenti dell'economia europea e una struttura finanziaria che continua a fare affidamento prevalentemente sul credito bancario, lasciando al mercato dei capitali un ruolo ancora troppo limitato. La costruzione di un mercato unico dei capitali europeo resta una delle sfide più urgenti per il futuro dell'Unione. Già nel 2023, Panetta, Governatore di Banca d'Italia, lo aveva evidenziato con chiarezza: le misure adottate per completare la Capital Markets Union (CMU) sono insufficienti. I mercati dei capitali europei restano, per volume e livello di sviluppo, una frazione di quelli statunitensi, e le imprese europee continuano a finanziare la propria attività prevalentemente attraverso il canale bancario. Questo squilibrio rende sempre più concreta l'esigenza di dotare l'Europa di un «safe asset» comune, capace di offrire al mercato finanziario europeo un punto di riferimento comune attorno al quale costruire un sistema realmente integrato. Si tratta di criticità già evidenziate nel nostro position paper «Verso un nuovo Safe Asset Europeo» pubblicato nel 2025.

Nel rapporto sulla competi-

tività europea, Draghi ha osservato che un safe asset condiviso renderebbe la CMU «molto più facile da realizzare e più completa», favorendo una stima uniforme delle attività finanziarie e fornendo altresì una garanzia utilizzabile su base transfrontaliera e un mercato sufficientemente ampio da attrarre investitori globali. Letta, analizzando il futuro dell'integrazione economica europea, ha invece individuato nella cartolarizzazione uno strumento in grado di collegare il credito bancario al mercato dei capitali, permettendo agli istituti creditizi di liberare risorse patrimoniali per nuovi impieghi e agli investitori istituzionali di beneficiare di flussi diversificati e prevedibili. Sono indicazioni convergenti che disegnano una strada che l'Europa purtroppo ancora oggi non ha avuto il coraggio di percorrere fino in fondo.

La cartolarizzazione europea risente ancora della crisi dei mutui sub-prime statunitensi, nonostante i tassi di default osservati sul mercato europeo siano rimasti storicamente contenuti anche negli anni più difficili. A fronte di un mercato Usa che si è ripreso anche grazie all'intervento di alcuni enti sponsorizzati dal governo, si riscontra un mercato europeo sottodimensionato e privo di un meccanismo pubblico di sostegno equivalente. Il risultato è un divario che continua a penalizzare la capacità dell'Europa di mobilitare risorse verso l'economia reale attraverso i mercati dei capitali. Il modello europeo risente dell'assenza di strumenti stabili di sostegno e, tuttavia, alcune esperienze già maturate a livello nazionale ed europeo

mostrano che soluzioni percorribili esistono.

L'esperienza italiana delle GACS, la garanzia dello Stato sui titoli senior delle cartolarizzazioni di crediti in sofferenza, è la prova che una garanzia pubblica ben calibrata può riattivare un intero segmento di mercato altrimenti bloccato. Il Fondo Europeo per gli Investimenti, dal canto suo, opera come garante su cartolarizzazioni a favore delle Pmi, applicando un trattamento prudenziale di favore ai titoli garantiti. Mettere a sistema queste due esperienze significa disegnare un safe asset europeo nel quale una società veicolo acquista crediti e, per finanziarne l'acquisto, emette titoli in almeno due classi di titoli; la garanzia europea dovrebbe coprire solo titoli senior, a condizione che questa abbia ottenuto uno specifico merito creditizio da parte di una o più agenzie di rating.

L'insegnamento che si ricava dalle principali economie avanzate è che un mercato dei capitali maturo ha bisogno di un safe asset attorno al quale strutturarsi — ed è esattamente ciò di cui l'Europa oggi non dispone —. Il safe asset per eccellenza dovrebbe essere rappresentato da titoli del debito europeo, ma fino a quando l'opposizione politica di gran parte dei paesi membri della Ue ne impedisce la realizzazione, la cartolarizzazione con garanzia sovranazionale potrebbe in parte colmare questa lacuna, offrendo un titolo liquido e affidabile, superando l'attuale frammentazione legata alla coesistenza di diversi bond governativi nazionali utilizzati come benchmark di riferimento.

Le riforme necessarie per



andare in questa direzione non sono, infatti, di natura rivoluzionaria, perché dovrebbero solo adattare al rinnovato contesto strumenti già esistenti. L'Europa dispone già del quadro normativo e delle esperienze per realizzare questo tipo di safe asset. Ciò che manca, anche in questo caso, è la volontà politica di metterli a sistema, traducendoli in un intervento normativo organico. Tuttavia, gli ostacoli politici, e anche tecnici, potrebbero non essere così forti rispetto a quelli che ostacolano il varo di un debito europeo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA