

Allianz Research

L'Europa deve fare un salto di qualità

Lezioni dal manuale americano

Maxime D., Björn, Jasmin, Maddalena, Roberta, Markus, Michaela, Samuele

Executive summary

Il divario economico tra gli Stati Uniti e l'Eurozona è quasi triplicato dalla fondazione dell'Euro. Nel 1999, anno di introduzione dell'euro, l'economia statunitense era più grande dell'Eurozona dell'11% in termini di parità di potere d'acquisto; da allora il divario è salito al 30%. Anche in termini pro capite, gli Stati Uniti stanno lasciando l'Europa molto indietro: Nel 2022, il reddito reale dell'americano medio era superiore del 35% a quello dell'europeo medio in termini di parità di potere d'acquisto, rispetto al 27% di poco prima della crisi finanziaria del 2008.

Certo, alcune delle forze trainanti della posizione dominante degli Stati Uniti sono i suoi privilegi strutturali: costi di finanziamento più bassi per il governo (in relazione alla crescita), costi energetici più bassi, un vantaggio significativo nel settore tecnologico e una migliore demografia. Grazie a un mercato del debito sovrano ampio e liquido, il governo degli Stati Uniti può spendere per uscire dai periodi di crisi e prevenire gli effetti negativi, mentre i Paesi dell'Eurozona hanno uno spazio fiscale molto più ridotto, visti i rischi di default sovrano e di ridenominazione. I prezzi dell'energia elettrica sono inoltre significativamente più bassi negli Stati Uniti grazie all'abbondanza di risorse di gas naturale, particolarmente utili nell'attuale contesto di incertezza energetica e geopolitica. Sebbene gli Stati Uniti dipendano da fornitori stranieri per alcune materie prime critiche, possiedono abbondanti forniture di carbone, rame, piombo, ferro, legname, bauxite e uranio, tutti elementi essenziali per alimentare la transizione verde. Gli Stati Uniti beneficiano anche del fatto di essere la sede delle aziende tecnologiche più importanti del mondo, che godono di un migliore accesso ai finanziamenti per le fasi iniziali e ai talenti internazionali, e sono in anticipo rispetto alla maggior parte dei Paesi europei per quanto riguarda la ricerca e lo sviluppo e le domande di brevetto, il che conferisce loro un maggiore vantaggio competitivo.

Ma l'Europa è per lo più inciampata nei suoi stessi lacci: l'eccessiva regolamentazione e la burocrazia frenano la crescita della produttività, mentre la frammentazione dei mercati dei capitali ostacola un finanziamento efficiente. Le norme che riguardano tutto, dalla curvatura dei cetrioli al diametro minimo delle vongole, ostacolano l'innovazione e rendono più difficile fare affari nell'Eurozona che negli Stati Uniti. Nella classifica Doing Business della Banca Mondiale, le economie dell'UE superano quelle degli Stati Uniti solo in due indicatori - l'approvvigionamento di energia elettrica e il commercio transfrontaliero - e anche in questo caso con un margine ridotto. È particolarmente difficile ottenere credito nell'UE, il che ostacola in particolare le start-up, e le aziende devono orientarsi tra le leggi e le norme fiscali di ciascun Paese. Allo stesso tempo, i programmi dell'UE a sostegno dello sviluppo economico sono troppo complicati e frammentati, con conseguenti arretrati (ad esempio per i fondi NGEU), e non spingono il settore privato ad aumentare la spesa in conto capitale, a differenza degli Stati Uniti. Infine, la politica e gli interessi nazionali hanno bloccato i progressi nella creazione di un'Unione dei Mercati dei Capitali (CMU), che avrebbe incrementato la condivisione dei rischi transfrontalieri, ridotto la dipendenza dai finanziamenti bancari e migliorato l'allocazione dei capitali, promuovendo una maggiore crescita economica.

C'è un lato positivo (verde): L'UE sta assumendo un ruolo guida nella transizione verde. Le economie dell'Eurozona hanno emissioni di CO2 totali e pro capite significativamente inferiori a quelle degli Stati

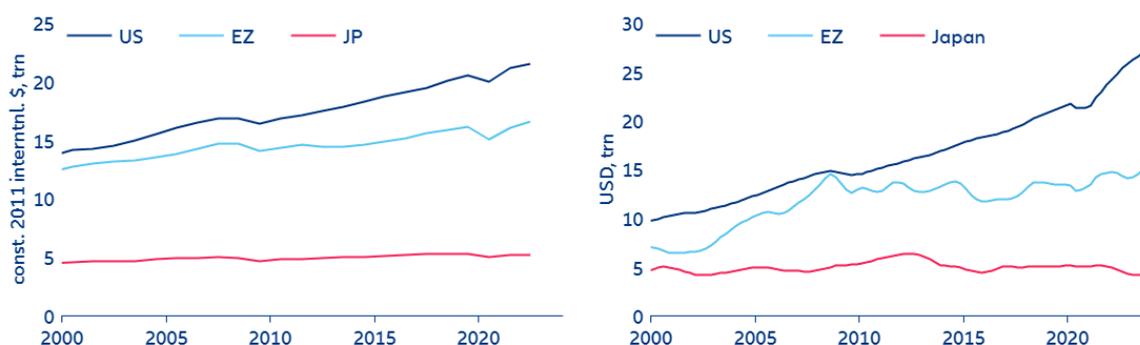
Uniti. L'UE ha inoltre assunto chiaramente la leadership nel commercio di beni verdi: la Germania da sola supera gli Stati Uniti nelle esportazioni verdi e 19 delle 27 economie dell'UE mostrano un vantaggio comparativo nel commercio di beni verdi. Al contrario, gli Stati Uniti stanno lentamente perdendo quote di mercato e il loro vantaggio comparativo nelle tecnologie verdi si è deteriorato nel tempo. Poiché l'UE mira ad accelerare la sua trasformazione verde e a raggiungere le emissioni net-zero entro il 2050, l'economia verde genererà più posti di lavoro per compensare la potenziale deindustrializzazione nei settori in declino.

Per recuperare il suo vantaggio competitivo nei confronti degli Stati Uniti, il prossimo Parlamento europeo deve affrontare con urgenza gli ostacoli che impediscono una maggiore crescita della produttività. Dopo le elezioni del Parlamento europeo di giugno, le principali priorità dovrebbero essere: i) ridurre la burocrazia e l'eccesso di regolamentazione, ii) riaccendere gli sforzi per approfondire l'Unione dei mercati dei capitali, iii) superare i problemi che ostacolano l'assorbimento rapido e tempestivo dei fondi dell'UE e iv) spingere per un rafforzamento della politica industriale europea per mitigare la corsa alle sovvenzioni tra i Paesi dell'UE..

L'Europa sembra essere in ritardo rispetto agli Stati Uniti su molti fronti

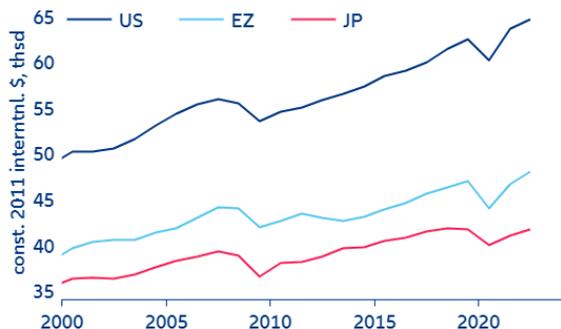
Il divario economico tra gli Stati Uniti e l'Eurozona è quasi triplicato dalla nascita dell'euro. Nel 1999, anno di introduzione dell'euro, l'economia statunitense era dell'11% più grande di quella dell'Eurozona in termini di parità di potere d'acquisto. Dopo tre grandi crisi (crisi finanziaria del 2008, crisi del debito sovrano e pandemia di Covid-19), questo divario è salito al 30%. Se si confrontano le due economie in termini nominali, la differenza è ancora più sconcertante: Mentre il PIL nominale dell'Eurozona è rimasto fermo a circa 15 miliardi di dollari negli ultimi 15 anni, il PIL nominale degli Stati Uniti è cresciuto di un sorprendente +80%, raggiungendo circa 27 miliardi di dollari nello stesso periodo (Figura 1). Questo dato riflette anche il forte apprezzamento del dollaro USA rispetto all'euro in questo periodo di tempo. Sebbene parte della performance economica sia dovuta a fattori demografici, gli Stati Uniti mantengono un vantaggio significativo sull'Eurozona in termini di PIL pro capite a parità di potere d'acquisto (PPA), e anche questo divario si è ampliato. Nel 2007, l'americano medio godeva di un reddito reale superiore del 27% in termini di PPA rispetto alle sue controparti europee; da allora il divario è salito al 35% entro il 2022 (Figura 2).

Figura 1: PIL in dollari internazionali costanti (PPP) e in dollari correnti, trilioni



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 2: PIL pro capite, in dollari internazionali costanti PPP



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La divergenza nella forza economica è evidente anche attraverso il sostanziale aumento del valore di mercato delle aziende americane rispetto alle loro controparti europee. Nel 2007, poco prima della crisi finanziaria globale, il valore combinato, o capitalizzazione di mercato, delle prime 500 società statunitensi (rappresentate dall'indice azionario S&P 500) era di 14 miliardi di dollari, quasi equivalente al valore combinato delle maggiori 600 società europee, pari a 13 miliardi di dollari (Stoxx Europe 600). Oggi, però, il valore degli Stati Uniti è quasi triplicato, raggiungendo i 38 miliardi di dollari, mentre la valutazione dell'Europa è rimasta pressoché invariata. Questi numeri non solo rispecchiano i successi del passato, ma riflettono anche le aspettative future per queste regioni economiche, in quanto la capitalizzazione di mercato può essere interpretata come l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri attesi da queste aziende (Figura 3).

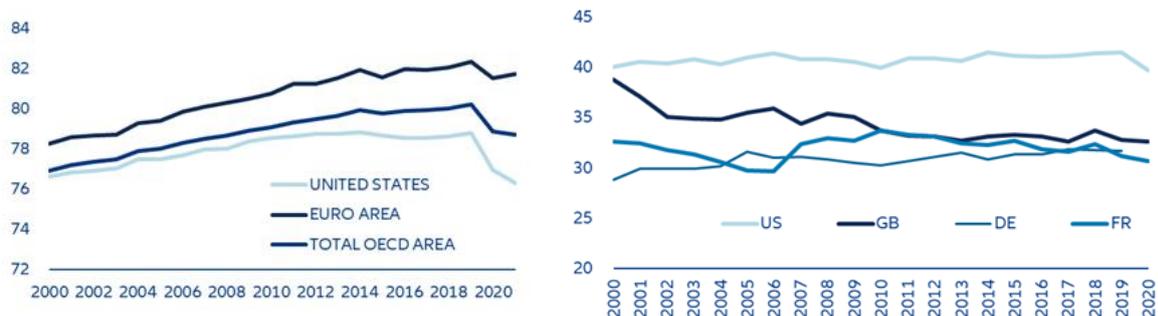
Figura 3: Capitalizzazione di mercato dei diversi indici azionari in trn di USD



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Tuttavia, non è tutto oro quello che luccica. In alcune metriche, gli Stati Uniti si trovano in una posizione più debole rispetto all'Europa. La solidità degli indicatori sociali e sanitari è essenziale anche per il successo economico a lungo termine. In questo contesto, colpisce in particolare il significativo calo dell'aspettativa di vita negli Stati Uniti, a fronte di una diminuzione solo lieve nell'Eurozona (Figura 4). Secondo il National Center for Health Statistics degli Stati Uniti, le ragioni del maggiore declino includono non solo la pandemia di Covid-19, che ha colpito tutti i Paesi, ma anche l'aumento delle overdose di droga, delle lesioni accidentali, delle malattie e dei suicidi. Parte della spiegazione risiede nel fatto che il reddito più elevato negli Stati Uniti è distribuito in maniera molto meno equa rispetto all'Europa (Figura 4).

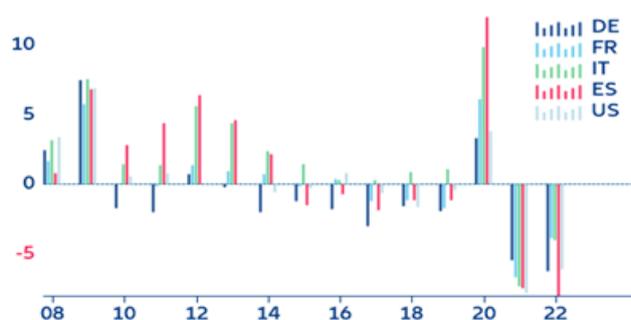
Figura 4: Aspettativa di vita alla nascita e disuguaglianza di reddito



"Privilegi strutturali" dietro il divario economico tra Stati Uniti ed Eurozona?

Le forze trainanti della posizione dominante degli Stati Uniti sono i suoi "privilegi strutturali". In primo luogo, il governo statunitense beneficia di bassi costi di finanziamento (rispetto alla crescita del PIL) grazie all'attrattiva del suo ampio e liquido mercato del debito sovrano, rendendo la politica fiscale più attiva dal punto di vista ciclico. Grazie all'accesso a un mercato del debito sovrano ampio e liquido, il governo degli Stati Uniti può spendere per uscire dalle crisi e prevenire gli effetti negativi, come si è visto durante la crisi del Covid-19. Al contrario, lo spazio fiscale è molto più limitato per la maggior parte dei Paesi dell'Eurozona (escluse le economie di base come la Germania) a causa della minore crescita potenziale (la capacità di servire il debito è più impegnativa in un'economia a bassa crescita). Inoltre, l'architettura dell'Eurozona comporta un rischio di default sovrano e di ridenominazione, mentre gli Stati Uniti possono sempre stampare la propria moneta per evitare il default. I Paesi dell'Eurozona hanno cercato di combinare la potenza di fuoco fiscale attraverso iniziative come il fondo Next Generation EU (750 miliardi di euro) e il piano RePowerEU (225 miliardi di euro), ma la lentezza nell'assorbimento ha minimizzato gli effetti positivi per ora, in particolare rispetto agli Stati Uniti, dove molti più fondi IRA disponibili stanno già confluendo in progetti concreti.

Figura 5: Differenziale di crescita degli interessi (pp)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Tabella 1: Ripartizione del pacchetto di recupero dei NGEU per strumento

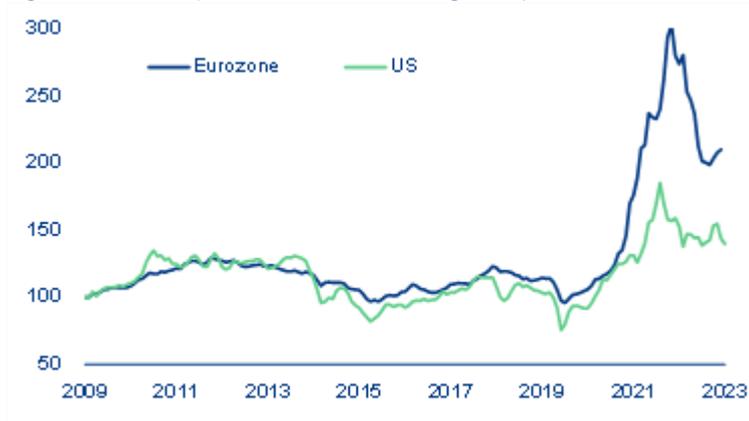
Strumenti	Ammontare*
RRF - Garanzie	312.5
RRF - Prestiti	360
REACT-EU	47.5
Fondo per la transizione	10
Sviluppo rurale	7.5
Orizzonte Europa	5
InvestEU	5.6

RescEU	1.9
Totale	750

Fonti: EC, Allianz Research. * 2018 prices

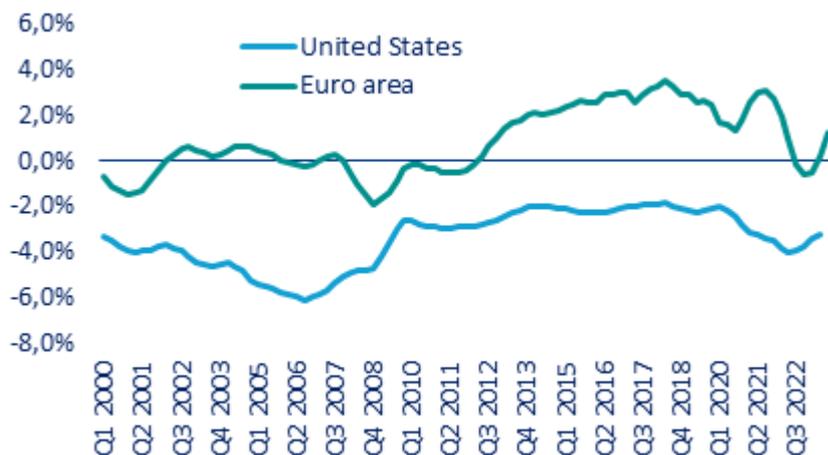
In secondo luogo, l'economia statunitense gode di un grande vantaggio in termini di costi energetici, che si è ulteriormente ampliato negli ultimi due anni. I prezzi dell'energia elettrica sono molto più bassi negli Stati Uniti grazie all'abbondanza di risorse di gas naturale. Per le imprese statunitensi, le bollette dell'elettricità sono inferiori del 32% rispetto a quelle delle loro controparti francesi (media 2008-22), del 53% rispetto a quelle delle imprese spagnole, del 57% rispetto a quelle delle imprese italiane e addirittura del 63% rispetto a quelle delle imprese tedesche. In effetti, dopo essere rimasto abbastanza stabile per anni, il divario dei prezzi dell'energia è aumentato bruscamente di un ulteriore 30% a partire dal 2021 (Figura 6). Sebbene non sia semplice calcolare l'effetto sul PIL, possiamo dedurre dalla quota del consumo di gas ed elettricità nel PIL che il divario dei prezzi dell'energia ha abbassato il livello del PIL dell'Eurozona rispetto agli Stati Uniti di circa -1pp. E l'ulteriore aumento del 30% del divario dei prezzi dell'energia elettrica tra il 2021 e il 2023 potrebbe aver ridotto il livello del PIL di un ulteriore -1pp. L'aumento dei costi energetici ha inoltre spinto le partite correnti dell'Eurozona in territorio negativo dopo un decennio di avanzi e probabilmente rimarranno al di sotto dei livelli pre-pandemici. Al contrario, gli Stati Uniti sono esportatori netti di energia dal 2019, il che li pone in una posizione più comoda di fronte alle varie incertezze energetiche e geopolitiche (Figure 7 e 8). Sebbene gli Stati Uniti siano ancora alle prese con un notevole deficit delle partite correnti e i guadagni nel settore energetico siano largamente insufficienti a compensare l'impatto negativo delle elevate importazioni, le prospettive rimangono positive, sia in termini di volumi che di prezzi, sostenute dalla domanda globale di energia. È significativo che le ragioni di scambio si siano spostate nettamente a favore degli Stati Uniti rispetto all'Europa (Figura 9). Questa cruciale variabile macroeconomica, fondamentale nei modelli di valutazione delle valute, ha svolto un ruolo sostanziale nell'abbassare il fair value dell'euro.

Figura 6: Prezzi di produzione, settore energetico (novembre 2009 = 100)



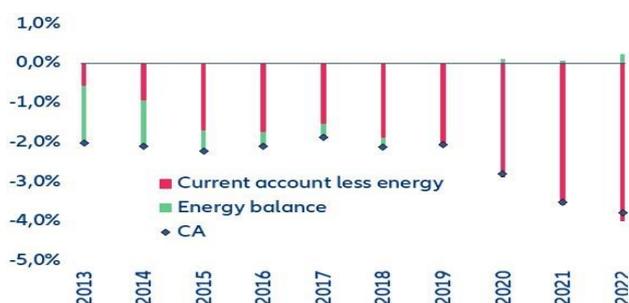
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 7: Saldo delle partite correnti (somma mobile di 4 trimestri) in % del PIL)



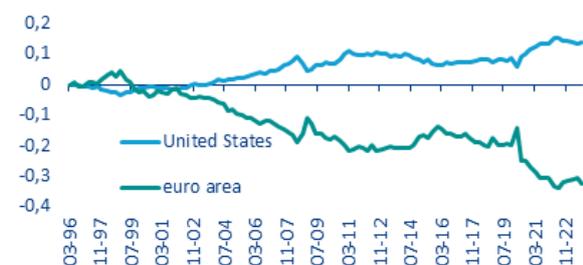
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 8: Stati Uniti: bilancio energetico e partite correnti (% del PIL)



Fonti: Refinitiv, ITC, Allianz Research

Figura 9: ragioni di scambio (in termini effettivi)



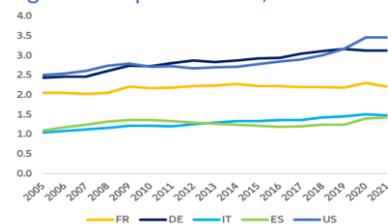
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Gli Stati Uniti beneficiano anche di grandi riserve di materie prime industriali, fondamentali per la reindustrializzazione. Sebbene gli Stati Uniti dipendano dall'estero per alcune materie prime fondamentali⁴, possiedono abbondanti scorte di carbone, rame, piombo, ferro, legname, bauxite e uranio. Poiché la transizione verde sta avanzando e il programma di reindustrializzazione è salito in cima all'agenda dei politici, l'accesso a queste risorse offre un forte vantaggio ai Paesi ricchi di risorse naturali. In confronto, i Paesi europei sono scarsamente dotati di risorse naturali e dipendono quindi dall'estero per quasi tutti i prodotti industriali e le materie prime critiche.

In terzo luogo, gli Stati Uniti hanno avuto un grande vantaggio nel settore tecnologico. La maggior parte delle aziende tecnologiche dominanti a livello mondiale ha sede negli Stati Uniti, dove gode di un migliore accesso sia ai finanziamenti nelle fasi iniziali e finali (Figura 11) sia ai talenti internazionali. Nel 2022, il solo Stato della California ha attratto tanto capitale di rischio quanto l'intero continente europeo. Non sorprende quindi che gli Stati Uniti abbiano un numero di nuove imprese più che triplo rispetto alle maggiori economie dell'UE. Inoltre, nell'Eurozona, mercati nazionali molto più piccoli e con normative diverse rappresentano un altro ostacolo, che limita la base di utenti cruciale per le fasi iniziali, necessaria per le economie di scala nell'industria tecnologica. Sebbene l'Europa stia recuperando terreno rispetto agli Stati Uniti nell'adattamento delle tecnologie digitali, il ritardo nell'innovazione digitale rischia di creare dipendenze tecnologiche. In base alle dimensioni del mercato, le principali società tecnologiche statunitensi rappresentano il 77% (in un campione di oltre 500 società quotate in borsa), mentre quelle europee rappresentano solo il 6% (Figura 11).

Inoltre, gli Stati Uniti sono più avanti della maggior parte dei Paesi europei per quanto riguarda la ricerca e lo sviluppo e le domande di brevetto, il che conferisce loro un maggiore vantaggio competitivo. Mentre la Germania è particolarmente forte nelle domande di brevetto (790,4 per milione di abitanti), gli Stati Uniti la seguono con 789,8. Ma Francia, Italia e soprattutto Spagna sono in ritardo. Sia la Germania che gli Stati Uniti sono stati storicamente molto forti nella ricerca e nello sviluppo, ma la spesa tedesca per la R&S si è appiattita al 3,1% del PIL a causa di un forte arretramento degli investimenti dovuto alla notevole incertezza politica ed economica. Di conseguenza, gli Stati Uniti hanno superato la forza dell'UE con il 3,5% del PIL dal 2020 (Figura 10). La spesa in R&S è rimasta stabile in Francia, Italia e Spagna, rispettivamente intorno al 2,2%, all'1,4%. E mentre gli Stati Uniti destinano il 78% dei loro investimenti in R&S alle imprese, questa percentuale è solo del 62% nelle quattro grandi economie dell'UE.

Figura 10: Spesa in R&S, in % del PIL



Fonte: OECD MSTI, Allianz Research

Figura 11: Capitale cumulativo raccolto tramite IPO nel settore tecnologico dal 1995 (miliardi di dollari) e principali società tecnologiche quotate in borsa in base alle dimensioni del mercato come quota del totale*



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. * Da un campione di 562 aziende tecnologiche quotate in borsa nel mondo.

Infine, ma non meno importante, gli Stati Uniti hanno una demografia più favorevole. La demografia (la crescita della popolazione in età lavorativa) spiega gran parte della sovraperformance del PIL statunitense (0,6 punti percentuali in media all'anno tra il 2008 e il 2023, cfr. Figura 13), sebbene entrambe le aree economiche debbano affrontare sfide demografiche crescenti. Poiché fino a poco tempo fa il tasso di fertilità degli Stati Uniti era superiore a quello della maggior parte dei Paesi dell'UE-27, gli Stati Uniti hanno una popolazione¹ molto più giovane rispetto all'UE. Negli Stati Uniti, l'indice di dipendenza degli anziani, che misura il numero di persone di

65 anni e più per 100 persone di età compresa tra i 20 e i 64 anni, dovrebbe aumentare dall'attuale 31% al 42% nel 2050, mentre nell'UE-27 dovrebbe superare la soglia del 60% entro la metà del secolo.

Tuttavia, come l'UE-27, l'economia statunitense dipende da un continuo afflusso di lavoratori immigrati. Se il saldo migratorio fosse pari a zero d'ora in poi, la popolazione statunitense in età lavorativa scenderebbe dagli attuali 197 milioni a 183 milioni nel 2050, il che corrisponderebbe a un calo medio annuo del -0,3%. Tuttavia, se questo fosse il caso dell'UE a 27, il calo sarebbe ancora più marcato, con il numero di persone di età compresa tra i 20 e i 64 anni che scenderebbe a 203 milioni o in media a -0,9% all'anno.

In questo contesto, sia gli Stati Uniti che l'Eurozona devono adattare i loro mercati del lavoro alle esigenze di una forza lavoro che invecchia. Nell'UE-27, la quota di lavoratori di 50 anni e più nella forza lavoro è destinata a rimanere al di sopra del 37% nel lungo periodo, mentre negli Stati Uniti la quota di questo gruppo di età dovrebbe aumentare a circa il 33% a partire dal 2036. In realtà, queste quote potrebbero diventare ancora più alte in futuro a causa dell'aumento dell'età pensionabile². In Germania, ad esempio, l'innalzamento dell'età pensionabile a 67 anni dovrebbe aggiungere 2 milioni di persone di 65 e 66 anni alla popolazione in età lavorativa nel 2050, spingendo la quota di persone di 50 anni e più nella popolazione attiva oltre il 40%.

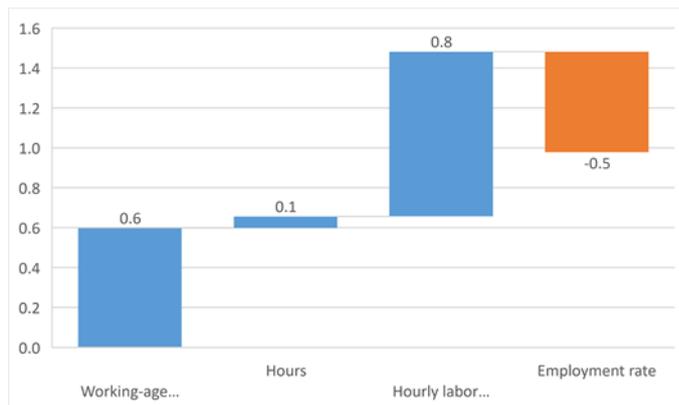
In questo contesto, la divergenza demografica tra Stati Uniti ed Eurozona è stata in qualche modo attenuata dalla buona performance dei mercati del lavoro europei che ha compensato il rallentamento della popolazione in età lavorativa. Il tasso di occupazione dell'Eurozona è infatti aumentato di circa 7 punti percentuali tra il 2008 e il 2023, mentre negli Stati Uniti è leggermente diminuito.

L'Eurozona sta inciampando nei suoi stessi lacci

L'Eurozona ha registrato una crescita deludente della produttività. Tra il 2008 e il 2023, una quota superiore di 0,8 punti percentuali della sovraperformance media annua di 1 punto percentuale della crescita del PIL statunitense è derivata da una produttività del lavoro più dinamica oltreoceano (Figura 13). Dal punto di vista dell'offerta, la crescita del PIL può essere semplicemente scomposta in crescita della popolazione in età lavorativa, del tasso di occupazione (cioè il numero di persone che lavorano in percentuale della popolazione in età lavorativa), del numero di ore di lavoro per posto di lavoro e della produttività oraria del lavoro (produzione per ora di lavoro). Scopriamo che, in media all'anno tra il 2008 e il 2023, la produttività del lavoro statunitense è cresciuta di 0,8 punti percentuali in più rispetto a quella dell'Eurozona. Nel corso del tempo, questo si aggiunge a un divario enorme che può spiegare la divergenza tra il reddito pro capite degli Stati Uniti e dell'Eurozona, poiché la produttività è il fattore più importante del tenore di vita nel lungo periodo. La crescente divergenza nella produttività è tanto più evidente in quanto i Paesi europei sono più lontani dalla frontiera tecnologica e quindi hanno, in linea di principio, un maggiore potenziale di recupero della produttività.

Infatti, se scomponiamo la crescita della produttività oraria del lavoro tra il contributo dell'approfondimento del capitale (il rapporto capitale/lavoro, ovvero l'intensità capitalistica della produzione) e la produttività totale dei fattori (l'efficienza con cui gli input di lavoro e capitale vengono combinati per produrre un'unità di output), scopriamo che la maggior parte della sottoperformance dell'Eurozona è il risultato di una scarsa crescita della produttività totale dei fattori piuttosto che di una debole crescita dell'approfondimento del capitale. In altre parole, non è tanto che l'Eurozona investa troppo poco in nuova capacità produttiva, ma piuttosto che il tasso di crescita del progresso tecnologico e dell'efficienza sia insufficiente.

Figura 12: Ripartizione della sovraperformance della crescita del PIL degli Stati Uniti rispetto all'Eurozona, media annuale 2008-23 (pp di crescita del PIL)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Box 1: La bomba a orologeria della demografia

I sistemi pensionistici e sanitari dovranno affrontare la sfida di coprire le esigenze di un numero di anziani senza precedenti. Negli Stati Uniti, il numero di persone di 65 anni e più è destinato ad aumentare dagli attuali 59,8 milioni a 88,7 milioni nel 2050; di questi, 34,2 milioni dovrebbero avere 80 anni e più, rispetto agli attuali 13,8 milioni. Nell'UE-27 ci saranno 130,6 milioni di persone di 65 anni e più, di cui 50 milioni, ovvero il 30%, avranno più di 80 anni. Tuttavia, il sistema pensionistico statunitense sembra essere più sostenibile di quello della maggior parte dei Paesi dell'UE-27, data l'importanza del pilastro finanziato dal capitale e l'aumento dell'età pensionabile. Per quanto riguarda l'adeguatezza, gli Stati Uniti si collocano nella parte alta della classifica, grazie all'accessibilità dei servizi finanziari, alla ricchezza finanziaria (netta) delle famiglie e all'accettazione relativamente alta dei lavoratori anziani sul mercato del lavoro, che si riflette nei tassi di partecipazione alla forza lavoro più alti rispetto alla maggior parte dei Paesi dell'UE³. Il sistema sanitario statunitense riceve anche più finanziamenti privati rispetto a quello dell'UE 27, anche se c'è ancora spazio per ulteriori miglioramenti nella copertura e nell'accesso ai servizi sanitari.

Tabella 1: Indice Allianz Pension 2023 (Paesi UE 27 e Stati Uniti)

		API 2023	Basic Conditions	Sustainability	Adequacy
2.0	Denmark	2.2	3.0	2.5	2.9
	Netherlands	2.6	2.9	3.4	3.2
	Sweden	2.6	3.1	2.9	2.1
	United States	2.9	3.5	2.8	2.6
	Belgium	3.0	3.9	3.0	2.4
	Luxembourg	3.1	3.2	4.1	2.1
	Portugal	3.2	4.8	2.7	2.8
	Germany	3.2	3.9	3.3	2.8
	Italy	3.3	4.7	3.1	2.7
	Finland	3.3	3.8	3.5	2.9
3.0	Estonia	3.4	3.7	3.1	3.4
	Ireland	3.4	3.2	3.8	3.0
	France	3.4	3.9	3.7	2.8
	Bulgaria	3.4	4.7	2.9	3.3
	Austria	3.4	4.2	3.9	2.6
	Latvia	3.4	4.0	3.7	2.8
	Malta	3.4	3.8	4.6	2.1
	Greece	3.4	5.0	3.0	3.0
	Lithuania	3.4	4.2	3.2	3.3
	Spain	3.5	4.6	3.7	2.7
4.0	Slovakia	3.7	4.4	4.0	2.9
	Croatia	3.7	4.5	3.5	3.5
	Czech Republic	3.7	3.7	3.8	3.6
	Slovenia	3.7	4.4	4.3	2.8
	Hungary	3.7	4.2	3.8	3.4
	Cyprus	3.9	4.1	4.3	3.3
	Poland	4.0	4.5	3.7	3.9
	Romania	4.3	4.4	4.5	4.0

Source: Allianz Research.

Ma le famiglie statunitensi sono anche più ricche delle loro controparti europee: Infatti, in termini di attività finanziarie nette pro capite⁴, le famiglie statunitensi sono di gran lunga le più ricche del mondo. Nel 2022, il patrimonio finanziario netto dell'americano medio ammontava a 253.450 euro. In confronto, il Paese dell'UE-27 con le maggiori attività finanziarie nette è la Danimarca, ma l'importo medio pro capite era di 163.830 euro. Nelle quattro principali economie dell'UE-27, dove i sistemi pensionistici sono ancora principalmente finanziati a ripartizione, il divario è ancora maggiore: in Italia, le attività finanziarie nette medie pro capite ammontavano a soli 69.340 euro, in Francia a 67.500 euro, in Germania a 63.540 euro e in Spagna a soli 41.260 euro. Negli Stati Uniti, tuttavia, la ricchezza netta è distribuita in modo più diseguale che nella maggior parte dei Paesi dell'UE-27. Nel 2022, il coefficiente di Gini⁵ è stato superiore a quello degli Stati Uniti solo a Cipro, Estonia, Grecia, Irlanda e Polonia.

^[1] Qui definito come gruppo di età compresa tra i 20 e i 64 anni. La fonte dei dati sulla popolazione è l'ONU, Dipartimento degli Affari Economici e Sociali, Divisione Popolazione (2022). World Population Prospects 2022, edizione online.

^[2] Nel 2022, cfr. OCSE (2023).

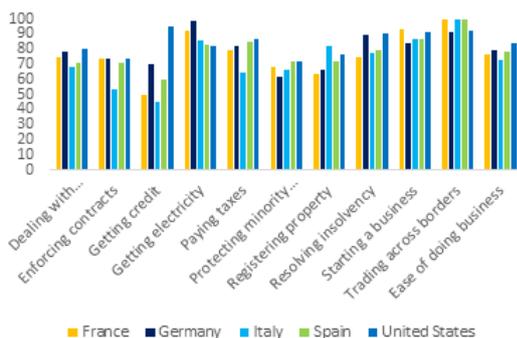
^[3] In questo caso non si tiene conto delle ragioni per cui si continua a lavorare in età più avanzata, che possono anche essere determinate dal fatto che il reddito da pensione è insufficiente in età avanzata.

^[4] Vedi Allianz Research (2023): Rapporto Allianz sulla ricchezza globale.

^[5] In questo caso ci si riferisce alla distribuzione delle attività finanziarie nette delle famiglie. Si veda il Rapporto Allianz sulla ricchezza globale.

Gli Stati Uniti beneficiano di un ambiente commerciale più amichevole, mentre l'eccesso di regolamentazione ostacola l'innovazione nell'Eurozona. Le norme che riguardano tutto, dalla curvatura dei cetrioli alle dimensioni minime delle vongole, rendono più difficile fare affari nell'Eurozona rispetto agli Stati Uniti. Nella classifica Doing Business della Banca Mondiale, le economie dell'UE superano gli Stati Uniti solo in due indicatori - l'accesso all'elettricità e il commercio transfrontaliero - e anche in questo caso con un margine ridotto (Figura 13). È particolarmente difficile ottenere credito nell'UE, il che ostacola in particolare le start-up, e le imprese devono orientarsi tra le leggi e le norme fiscali di ciascun Paese. Anche negli Stati Uniti la burocrazia e gli adempimenti burocratici tra i 50 Stati possono ostacolare le imprese, ma l'approccio relativamente più leggero alla regolamentazione lascia spazio all'innovazione, soprattutto in settori critici come l'intelligenza artificiale e la genetica.

Figura 13: Componenti di Doing Business, 2020

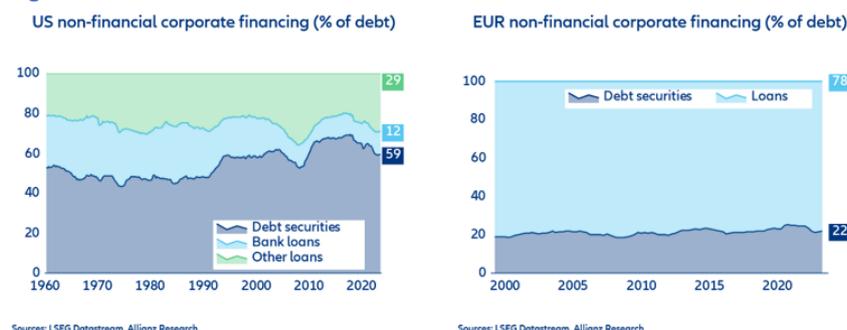


Fonti: Banca Mondiale, Allianz Research

La maggiore esposizione agli shock macro, i rischi sovrani e l'eccessiva dipendenza dal finanziamento bancario ostacolano anche l'Eurozona. Negli ultimi 15 anni i Paesi dell'Eurozona sono stati esposti a ripetuti episodi di volatilità macro rispetto agli Stati Uniti, in particolare durante la crisi del debito sovrano del 2011-2013. In effetti, la deviazione standard quinquennale della crescita del PIL dell'Eurozona è stata costantemente superiore a quella degli Stati Uniti dal 2009. L'aumento della volatilità, che può essere in parte imputato alla progettazione errata dell'architettura dell'Eurozona e al circolo vizioso tra sovrani e banche, crea maggiore incertezza e condizioni di finanziamento più rigide per le imprese europee, che possono ostacolare l'innovazione.

La minaccia esistenziale che incombe sul futuro dell'Unione valutaria europea e la frammentazione dei mercati dei capitali limitano ulteriormente gli investimenti. Gli interessi nazionali ostacolano la creazione di un'Unione dei Mercati dei Capitali (UMC), impedendo un'allocazione efficiente dei capitali e contribuendo a una crescita persistentemente inferiore nell'Eurozona rispetto agli Stati Uniti. Un prerequisito necessario è una forte Unione bancaria, ma i progressi sono stati lenti a causa dell'assenza di un sistema europeo di assicurazione dei depositi. Nonostante le iniziative intraprese dopo la bozza iniziale del 2015, le proposte legislative sono ancora in fase di negoziazione e l'attuazione è stata lenta. Se attuata, l'Unione bancaria potrebbe incrementare la condivisione del rischio privato transfrontaliero, ridurre la dipendenza dal finanziamento bancario e migliorare l'efficienza dell'allocazione del capitale, promuovendo una maggiore crescita economica e l'integrazione dell'Eurozona.

Figura 14: Fonti di finanziamento del settore aziendale



Sources: LSEG Datastream, Allianz Research

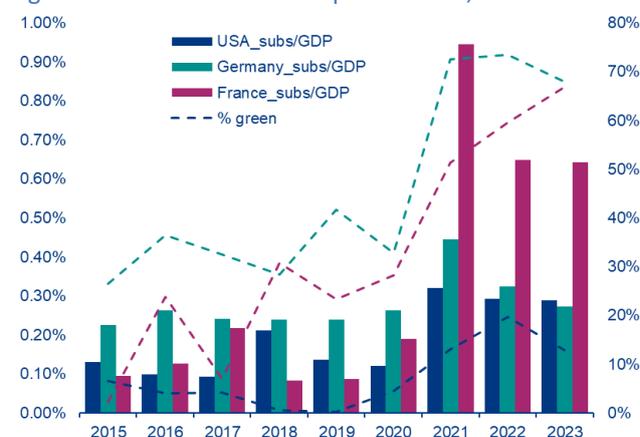
Sources: LSEG Datastream, Allianz Research

90

Sebbene l'UE stia spendendo molto per sostenere lo sviluppo economico, i suoi programmi tendono a essere troppo complicati e frammentati. La politica industriale è tornata di moda su entrambe le sponde dell'Atlantico. La legge sulla riduzione delle emissioni e la legge CHIPS, nonostante l'aumento dei costi e dei tassi di interesse (Figura 16). In Germania, invece, la spesa per la costruzione di impianti è scesa al di sotto dei livelli del 2010, mentre in Francia è aumentata appena negli ultimi anni. I programmi dell'UE sono stati criticati per essere troppo complicati e orientati al dettaglio. Dal 2021, le sovvenzioni finanziarie totali sono ammontate a 40 miliardi di dollari per la Germania, 59 miliardi di dollari per la Francia e 230 miliardi di dollari per gli Stati Uniti, di cui rispettivamente il 71%, il 59% e il 15% sono classificati come sussidi verdi. I livelli complessivi dei sussidi sono quindi circa triplicati negli Stati Uniti, raddoppiati in Germania e aumentati di otto volte in Francia rispetto ai livelli del 2015. Tra il 2021 e il 2023, la spesa per i sussidi è stata

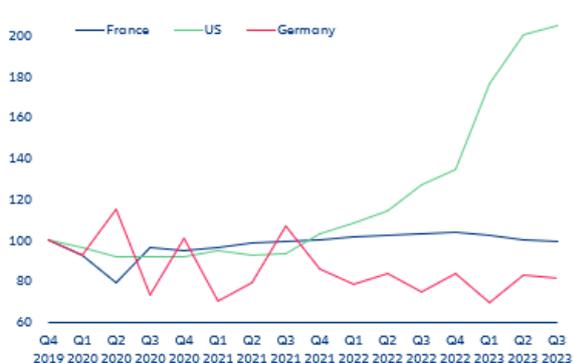
pari allo 0,3% del PIL negli Stati Uniti, allo 0,35% in Germania e a quasi lo 0,75% in Francia (Figura 15 e Box 2). In realtà, i sussidi verdi previsti nell'UE saranno probabilmente ancora più alti di quelli offerti dall'Inflation Reduction Act statunitense: 880 miliardi di dollari nel periodo 2022-2031 per l'UE contro 300 miliardi di dollari e 1.000 miliardi di dollari per lo stesso periodo negli Stati Uniti. Ma mentre la politica industriale statunitense spinge il settore privato ad aumentare le spese in conto capitale, non si può dire lo stesso per le politiche europee. Negli Stati Uniti gli investimenti nelle fabbriche sono saliti alle stelle dopo l'attuazione dell'Inflation Reduction Act e del CHIPS Act, nonostante l'aumento dei costi e dei tassi di interesse (Figura 16). In Germania, invece, la spesa per la costruzione di impianti è scesa al di sotto dei livelli del 2010, mentre in Francia è aumentata appena negli ultimi anni. I programmi dell'UE sono stati criticati perché troppo complicati e dettagliati, mentre l'offerta degli Stati Uniti di incentivi fiscali non limitati per i produttori è stata elogiata per la sua semplicità. Inoltre, i governi europei attuano i propri crediti d'imposta a livello nazionale, con conseguenti variazioni da Paese a Paese. Ciò evidenzia le sfide che l'UE e i governi nazionali devono affrontare per stabilire una politica industriale convincente e coerente, in un quadro normativo e fiscale disomogeneo e con processi complessi per l'accesso ai fondi (Riquadro 3). Al contrario, gli Stati Uniti stanno sfruttando i loro vantaggi comparativi (tra cui i costi energetici più bassi, le dimensioni del mercato interno e la crescita potenziale più elevata) per stimolare maggiori investimenti.

Figura 15: Sovvenzioni come quota del PIL, in %



Fonte: Database Global Trade Alert (GTA), Allianz Research Notes: A dicembre 2023. L'analisi non include i sussidi alle imprese che (1) riguardano quasi tutti i settori classificati da GTA, (2) sono legati a problemi di salute pubblica (compreso il COVID-19), (3) sono legati all'invasione dell'Ucraina. Non sono considerati i salvataggi e le istituzioni finanziarie. L'importo totale dei sussidi distribuiti su più anni è stato equamente suddiviso tra gli anni concessi se non erano disponibili altre informazioni. Il database dei sussidi alle imprese di GTA è stato arricchito per il 2022 e il 2023 utilizzando la sezione GTA dedicata agli ultimi atti statali. Classificazione delle sovvenzioni verdi incompleta per l'intero anno 2023.

Figura 16: Investimenti in costruzioni di impianti manifatturieri, Indice Q4-2019 = 100



Fonte: LSEG Datastream, Allianz Research Note: Per gli Stati Uniti: Spesa totale per l'edilizia privata: Produzione negli Stati Uniti milioni di dollari, mensile, stagionalizzata (US Census Bureau), prezzo corretto con l'indice dei prezzi alla produzione per la domanda intermedia "materiali e componenti per la costruzione" (Bureau of Labor Statistics). Per la Germania: Costi stimati, permessi di costruzione di edifici per fabbriche e officine (Destatis), corretti per i prezzi con

l'indice dei prezzi di costruzione degli edifici commerciali, lavori di costruzione di edifici (Destatis). Per la Francia: spesa per investimenti in strutture, volumi.

Il deflusso degli investimenti dai Paesi dell'UE potrebbe essere accelerato dai vantaggi comparativi degli Stati Uniti e dal rafforzamento della politica industriale, indipendentemente da chi vincerà le elezioni americane a novembre. Anche prima dell'entrata in vigore dell'IRA, la Germania ha faticato a contenere gli investimenti a causa degli elevati costi energetici e della carenza di manodopera qualificata. Il divario tra gli investimenti in uscita delle aziende tedesche e gli investimenti delle imprese nel Paese nel 2022 è stato il più grande mai registrato: Più di 135 miliardi di euro di investimenti diretti esteri sono usciti dalla Germania e solo 10,5 miliardi di euro sono entrati. Le stime segnalano che fino al 70% della filiera di investimenti europei potrebbe migrare negli Stati Uniti a seguito dei nuovi incentivi statunitensi, compreso l'80% della pipeline di progetti in Germania. Chiunque vinca le elezioni di novembre, è probabile che la politica industriale degli Stati Uniti venga rafforzata, con un ulteriore effetto contrario per il settore manifatturiero europeo. Sotto una presidenza Trump, il credito d'imposta per i veicoli elettrici e le sovvenzioni per l'energia eolica verrebbero probabilmente abrogati, anche se una Camera controllata dai Democratici rappresenterebbe un ostacolo maggiore. Nel caso di un Congresso dominato dal GOP, è improbabile una riduzione totale dell'IRA, dato che la maggior parte dei sussidi IRA vanno a beneficio degli Stati rossi più che di quelli blu. Sia una presidenza Trump che una presidenza Biden probabilmente aumenterebbero i sussidi all'industria, in modo più generalizzato con Trump (finanziati dai proventi delle tariffe) e più mirato in alcuni settori e tecnologie chiave con Biden. La politica industriale statunitense potrebbe inoltre estendere ulteriormente la sua portata protezionistica implementando una tassa di aggiustamento delle frontiere sul carbonio e ampliando i mandati governativi per favorire la produzione nazionale.

Riquadro 2: Ripartizione della politica di sovvenzioni industriali tra i principali settori

Una forte attenzione alla creazione di sovranità strategica negli Stati Uniti e in Europa a causa del nuovo quadro geopolitico. Ciò significa che la composizione dei beni e dei servizi prodotti internamente e importati dall'estero dovrebbe spostarsi nel breve termine a favore di beni e servizi prodotti internamente o importati dall'estero da partner amici - in breve, più "reshoring" e "friendshoring". Oltre all'energia e alle materie prime, questo vale anche per i componenti tecnici come i chip per computer e le tecnologie critiche per la transizione energetica come le batterie e i pannelli solari. È ovvio che per questi processi di cambiamento strutturale dirompenti sono necessari il sostegno dei governi e le misure di politica industriale, soprattutto se non possono avvenire abbastanza rapidamente.

La composizione dei sussidi sta cambiando a favore di un maggior numero di attività manifatturiere ed energetiche. Di conseguenza, i sussidi al settore manifatturiero hanno iniziato ad aumentare massicciamente dal 2021 negli Stati Uniti, in Germania e in Francia. Nel 2023, i sussidi al settore manifatturiero rappresenteranno il 62% dei sussidi totali negli Stati Uniti, il 48% in Germania e il 32% in Francia. Parigi ha già destinato più della metà dei suoi sussidi alle energie rinnovabili (incluso il nucleare) dal 2021, mentre la quota tedesca è rimasta stabile intorno al 16%. Anche negli Stati Uniti la quota è aumentata, raggiungendo il 19% dei sussidi nel 2023. In passato, Washington e Berlino hanno destinato gran parte dei sussidi (rispettivamente un quarto e quasi la metà) all'agricoltura e all'alimentazione, ma questa quota è scesa drasticamente a solo il 6% in Germania nel 2023, mentre è stata leggermente ridotta anche negli Stati Uniti al 18%.

I sussidi verdi rappresentano più di due terzi dei sussidi europei, mentre negli Stati Uniti erano solo il 20% dei sussidi totali nel 2022. Esistono forti vantaggi nel sovvenzionare l'innovazione verde sia per la crescita globale che per affrontare il cambiamento climatico. Inoltre, poiché gli investimenti nelle industrie verdi contribuiscono a costruire le nuove industrie del futuro, i governi stanno cercando di migliorare le prestazioni di settori chiave che vanno dall'energia ai semiconduttori. Nel periodo 2021-2023, la maggior parte dei sussidi verdi negli Stati Uniti è stata destinata all'energia (4,5 miliardi di dollari, 37%) e all'industria manifatturiera (6,9 miliardi di dollari, 60%), mentre solo il 2% (0,2 miliardi di dollari) è stato destinato ai trasporti. Ma rispetto ai Paesi europei, i sussidi verdi rappresentano solo il 15% dei sussidi totali. Lo scenario è molto diverso in Germania, dove il 71% dei sussidi è stato classificato come verde negli ultimi tre anni. Circa il 40%, ovvero 3,6 miliardi di dollari, è destinato al settore

manifatturiero, anche se la tendenza è in calo, mentre 1,8 miliardi di dollari sono destinati all'energia. I sussidi verdi ai trasporti sono trascurabili e sono passati da quasi l'80% dei sussidi totali ai trasporti nel 2016 allo 0,1% nel 2021 e a zero nel 2023. La Francia è passata dal 2% dei sussidi classificati come verdi nel 2015 al 60% nel 2022. Questi si dividono fundamentalmente in oltre il 90% per l'energia (10 miliardi di dollari) e il restante per il settore manifatturiero.

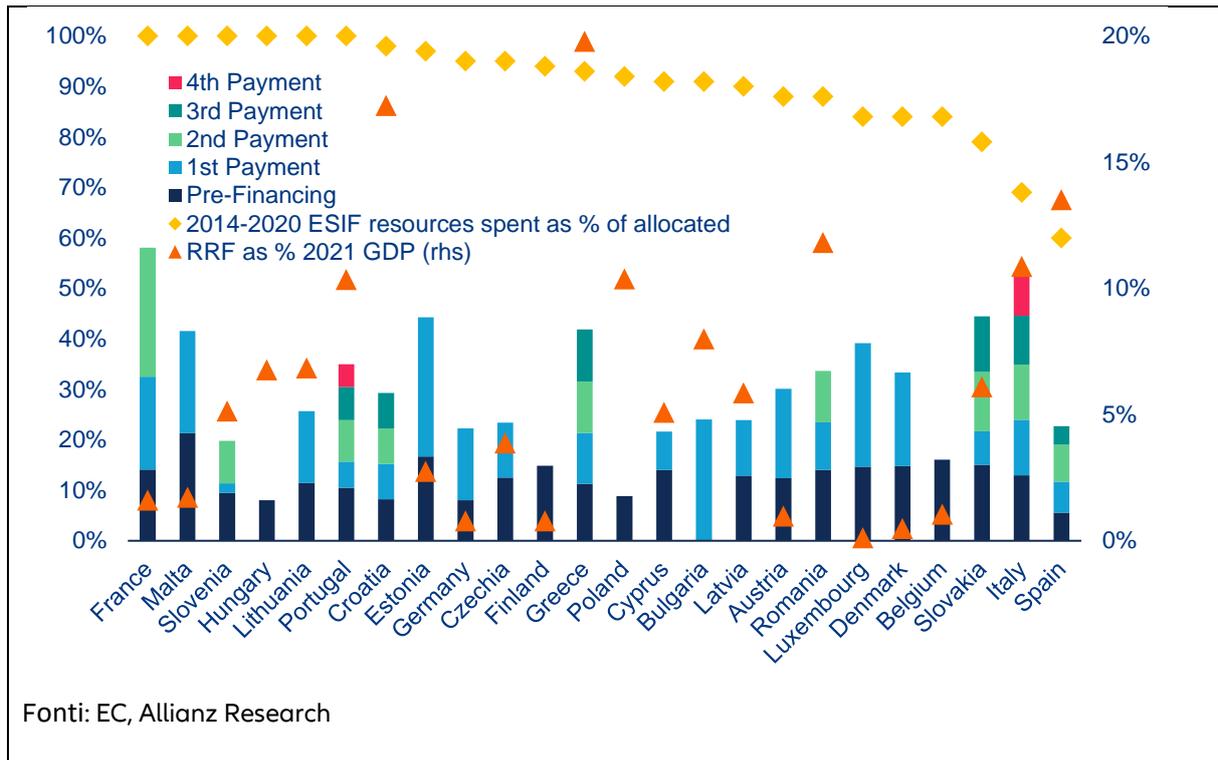
Riquadro 3: Cosa non funziona con i fondi NGEU?

Come si temeva inizialmente, la spesa per i servizi di interesse economico generale ha già subito dei ritardi, riducendo in modo significativo il potenziale impatto economico positivo. Inizialmente, la maggior parte della spesa per i servizi di interesse generale era prevista per il 2021-2023, per stimolare la ripresa immediata dopo la pandemia. Poiché gli esborsi dipendono da tappe qualitative e obiettivi quantitativi (ad esempio, le riforme strutturali), i ritardi nell'attuazione si sono presto materializzati. Ad oggi, circa il 26% delle risorse dello Strumento di ripresa e resilienza (su 672 miliardi di euro tra sovvenzioni e prestiti) è stato ricevuto dagli Stati membri. Entro dicembre 2023, la maggior parte dei Paesi avrà ricevuto solo il primo pagamento (11 Stati membri), pochi avranno visto arrivare il secondo e il terzo esborso, mentre solo l'Italia e il Portogallo avranno ricevuto quattro rate (pur accumulando rispettivamente circa il 50% e il 35% delle risorse totali stanziato) (Figura 18). Circa un terzo degli Stati membri sta affrontando ritardi nelle riforme e negli investimenti previsti, dovuti in parte a vincoli economici e carenza di manodopera, ma anche alla mancanza di capacità amministrativa e di monitoraggio per gestire una quantità di risorse senza precedenti in un breve periodo di tempo. Questo spiega perché gli esborsi effettivi sono stati erogati in ritardo e talvolta sono anche inferiori a quelli inizialmente richiesti. Di conseguenza, il calendario iniziale degli esborsi è stato spostato più verso il 2025-2027 e l'impatto economico sarà probabilmente inferiore a quello stimato inizialmente e più distribuito nel tempo.

Non è la prima volta che i finanziamenti europei tardano a raggiungere le economie che ne hanno più bisogno. Anche i Fondi strutturali di investimento europei (ESIF) hanno registrato ritardi nella spesa (Figura 17). In particolare, durante il bilancio UE 2014-2020, Italia e Spagna sono riuscite a spendere appena il 10% dei fondi nei primi quattro anni, cercando di recuperare alla fine del periodo di bilancio. Ciò riflette la mancanza di infrastrutture di pianificazione e forse la difficoltà di trovare progetti validi da finanziare. La complessità delle procedure di gara e del coordinamento, l'inadeguata competenza tecnica della pubblica amministrazione e l'insufficiente monitoraggio rimangono punti chiave da affrontare.

Se i problemi strutturali non sono trascurabili, le sfide globali hanno posto ulteriori minacce. L'elevata inflazione ha portato a revisioni al rialzo dei costi previsti per i progetti e ha focalizzato l'attenzione sulla dipendenza energetica del blocco. Pertanto, sono state apportate modifiche ai piani originali per includere i capitoli RePowerEU, progettati per affrontare lo shock energetico del 2022, in particolare per facilitare ulteriori riforme e investimenti per eliminare gradualmente le importazioni di energia dalla Russia. Lo strumento si basa su un massimo di 225 miliardi di euro di prestiti non utilizzati del RRF. Tra le altre priorità, REPowerEU mira a colmare i ritardi nella diffusione dell'energia eolica e solare in alcune regioni.

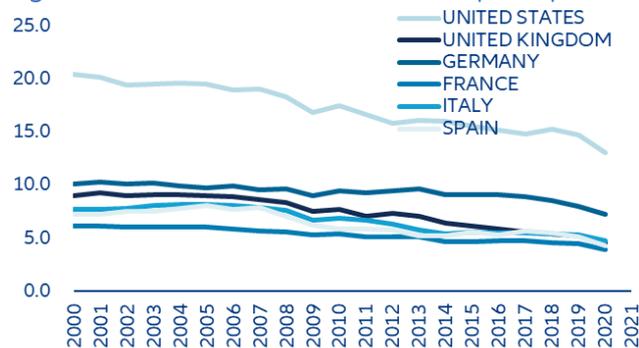
Figura 17: Spesa dei Fondi strutturali d'investimento europei rispetto allo stato di erogazione dei fondi SIEG.



Il lato positivo (verde)

L'energia più economica negli Stati Uniti ha un costo (ambientale): l'Eurozona produce minori emissioni di CO₂ pro capite. La performance economica degli Stati Uniti rispetto all'Europa ha un prezzo ambientale considerevole. Nonostante i progressi compiuti nel XXI secolo, il cittadino medio statunitense genera ancora quasi tre volte le emissioni annuali di CO₂ delle sue controparti europee (Figura 18). Questo divario ambientale va ben oltre le emissioni di CO₂: Se tutti consumassero la stessa quantità di risorse naturali degli americani, sarebbero necessari 5,1 pianeti, secondo i dati del Global Footprint Network. A titolo di confronto, Germania e Regno Unito consumano rispettivamente l'equivalente di 3 e 2,6 pianeti.

Figura 18: emissioni di CO₂ in tonnellate pro capite



Le economie europee potrebbero beneficiare della finestra di opportunità verde. L'UE ha chiaramente assunto la leadership nel commercio di beni verdi. La Germania da sola supera gli Stati Uniti nelle esportazioni verdi, mentre gli Stati Uniti sono diventati il più forte importatore di beni e tecnologie verdi oltre all'UE-27 nel suo complesso. Il vantaggio comparativo europeo nelle economie a basse emissioni di carbonio è forte ed è prevalso o addirittura cresciuto negli ultimi anni: 19 delle 27 economie dell'UE hanno mostrato un vantaggio comparativo (indice superiore a uno) nel 2021 (Figura 19). La Slovacchia è in testa grazie ad alcuni prodotti ambientali specializzati, in particolare nell'industria automobilistica, che rappresentano una quota significativa delle sue esportazioni, ma la Germania segue a ruota. Allo stesso

tempo, gli Stati Uniti stanno lentamente perdendo quote di mercato e il loro vantaggio comparativo per le tecnologie verdi è peggiorato nel tempo (1,01 nel 2021). Poiché l'UE mira ad accelerare la trasformazione ecologica e a raggiungere le emissioni net zero entro il 2050, si prevede che l'economia verde favorisca la creazione di posti di lavoro ecologici nei prossimi anni e assorba parte della manodopera spostata dalla potenziale deindustrializzazione nei settori in declino. Concentrandosi sulla produzione e sull'esportazione di beni ambientali, l'Europa può attingere ulteriormente ai mercati globali in crescita per le tecnologie pulite. Nel 2021, la sola Germania ha generato circa 9,1 miliardi di euro di entrate grazie alle tecnologie di propulsione e controllo ad alta efficienza energetica (0,3% del PIL). Ciò può contribuire alla crescita economica e compensare alcuni degli impatti negativi della deindustrializzazione. Tuttavia, le politiche verdi dell'UE includono anche standard e regolamenti ambiziosi che aumentano i costi di produzione, portando a perdite e alla delocalizzazione della produzione in Paesi meno regolamentati. Il Meccanismo di Aggiustamento delle Frontiere del Carbonio (CBAM) dell'UE è stato concepito per affrontare questo problema, livellando le condizioni di concorrenza per le aziende dell'UE. Tuttavia, la produzione di energia verde nell'UE deve ancora fare i conti con gli svantaggi competitivi..

Figura 19: Vantaggio comparato nei beni verdi, 2021



Fonte: FMI, Allianz Research Notes:
 Il vantaggio comparativo è calcolato come la proporzione delle esportazioni di un'economia che sono beni ambientali rispetto alla proporzione delle esportazioni globali che sono beni ambientali. Un valore superiore a uno indica un vantaggio relativo nei beni ambientali, mentre un valore inferiore a uno indica uno svantaggio relativo..

Dove andiamo a finire?

È chiaro che i Paesi europei devono affrontare con urgenza gli ostacoli a una maggiore crescita della produttività per migliorare il tenore di vita, riconquistare un vantaggio competitivo nei confronti dei rivali e garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche di fronte al cambiamento demografico e alla costosa transizione verde. Le principali priorità devono includere:

Ridurre la burocrazia e l'eccesso di regolamentazione, dal mercato del lavoro al contesto imprenditoriale. La semplificazione delle norme e delle imposte in tutta Europa contribuirebbe anche a rafforzare il mercato interno. L'attuale proposta di semplificare le norme fiscali all'interno dell'UE per ridurre la burocrazia per le imprese transfrontaliere va in questa direzione, ma resta da vedere se verrà adottata. Attualmente nell'UE esistono 27 sistemi fiscali diversi. Il rispetto delle norme fiscali comporta costi che non vengono utilizzati per le attività produttive e può essere un disincentivo all'espansione. Con nuove regole più semplici, i costi di conformità fiscale potrebbero diminuire fino al 65% per le imprese che operano nel mercato interno dell'UE.

Unione dei mercati dei capitali (CMU): superare gli interessi nazionali e politici. Lanciata nel 2015, l'iniziativa CMU mira a sviluppare e integrare i mercati dei capitali nell'UE al fine di diversificare il finanziamento delle imprese, aumentare le opportunità di investimento e rafforzare la resilienza dell'economia europea. Tuttavia, i mercati dei capitali dell'UE sono in ritardo rispetto a quelli degli Stati Uniti e del Regno Unito e devono affrontare sfide quali la limitata partecipazione azionaria, la frammentazione dell'attività di mercato e la persistente eterogeneità tra gli Stati membri. Due piani d'azione della CMU, adottati nel 2015 e nel 2017, hanno faticato a raggiungere un consenso politico sugli

obiettivi a lungo termine. La persistente frammentazione crea ostacoli alle transazioni transfrontaliere e alla liquidità. La realizzazione di una CMU richiederà la volontà politica di superare la resistenza degli interessi acquisiti. Una fonte di resistenza sarà rappresentata dagli operatori storici che temono di perdere le rendite, comprese le lobby bancarie locali; le banche locali dovranno essere convinte che parte della soluzione alla debolezza strutturale della redditività consiste nell'avventurarsi con cautela nel settore dei mercati dei capitali. Un'altra parte potrebbe essere costituita dalle autorità nazionali, alcune delle quali potrebbero tacitamente tollerare le distorsioni; in questo caso la sfida sarà quella di sostenere la CMU come un modo per incoraggiare un flusso bidirezionale di capitali a beneficio di tutti. In un recente discorso, Christine Lagarde ha individuato due ragioni principali per l'attuale stagnazione dei progressi della CMU. In primo luogo, la mancanza di un progetto unificante su cui basare la CMU. In secondo luogo, il prevalente affidamento su un approccio all'integrazione dal basso verso l'alto non ha fornito sufficienti incentivi alle parti interessate per contribuire attivamente allo sviluppo di un mercato europeo. Per risolvere questi problemi, il rapporto raccomanda un approccio top-down all'attuazione della CMU. Ciò include la creazione di un'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) con poteri rafforzati per una vigilanza unificata e un libro di regole unico per ridurre la frammentazione dei mercati dei capitali dell'UE, nonché la necessità di infrastrutture di mercato consolidate. Questa potrebbe essere un'opzione praticabile.

La visione di un'unione finanziaria europea realmente integrata richiede un'unione bancaria ben funzionante e un'unione monetaria vivace in una sana concorrenza. L'UCC deve essere complementare all'attività bancaria, non sostituirla, in modo che l'insieme sia superiore alla somma delle sue parti. Per cogliere i benefici economici della finanza basata sul mercato e su relazioni è necessaria un'adeguata supervisione pubblica. Nei mercati dei capitali, l'approccio normativo deve concentrarsi sulla facilitazione di un'efficace disciplina di mercato, con un'invasiva vigilanza prudenziale sugli attori sistemici.

Infine, i progressi nell'integrazione finanziaria devono essere accompagnati da responsabilità fiscale e riforme strutturali. Gli sforzi per completare l'unione bancaria e la CMU devono far parte di una spinta più ampia per colmare i divari di produttività e far progredire la convergenza del reddito pro capite in Europa, con i Paesi che perseguono l'aggiustamento fiscale e le riforme del mercato del lavoro e dei prodotti per migliorare la loro attrattiva come destinazioni di investimento. La CMU offre la promessa di flussi di capitale più facili, ma sarà il compromesso tra rischio e rendimento a determinarne la direzione.

Molto legato alla CMU, il completamento dell'Unione bancaria è un passo fondamentale per un settore finanziario europeo più forte e integrato. L'accordo sul terzo pilastro mancante, costituito dal sistema europeo di assicurazione dei depositi, aumenterà sicuramente la fiducia e l'integrazione del mercato. La vigilanza rafforzata e la risoluzione armonizzata delle banche hanno già rafforzato il settore che dal 2014 ha visto migliorare l'adeguatezza patrimoniale e la qualità dei bilanci, parallelamente alla creazione di una rete di sicurezza credibile per il sistema.

Fondi NGEU: spendere in modo tempestivo ed efficiente. Per massimizzare i benefici dell'iniziativa Next Generation EU, gli Stati membri dovrebbero accelerare i loro progressi nel raggiungimento degli obiettivi e delle tappe fondamentali delineate nei loro PNR e utilizzare le migliori infrastrutture e risorse a loro disposizione per allocare i fondi. Sebbene l'UE disponga di solidi quadri di gestione delle finanze pubbliche e di lotta alla corruzione, è fondamentale che i fondi del NGEU aderiscano ai più alti standard di trasparenza e responsabilità. Date le dimensioni e la complessità dello strumento, occorre rafforzare il coordinamento tra le funzioni centrali e locali e attrezzare adeguatamente la pubblica amministrazione.

Sussidi più mirati per spingere la trasformazione verde. La convergenza economica tra gli Stati membri è essenziale per l'Eurozona. Questo perché gli squilibri economici aumentano il rischio di instabilità in un'unione monetaria. Una politica industriale nazionale unilaterale o non coordinata, che porta a ulteriori divergenze all'interno dell'Unione, è quindi un rischio considerevole per l'unione monetaria. Sarebbe quindi meglio avere una politica industriale veramente europea. Ciò significa avere le stesse condizioni quadro e le stesse condizioni di finanziamento per le industrie di tutti gli Stati membri. In questo modo si ridurrebbe la dannosa concorrenza dei sussidi tra i Paesi e si porrebbe l'accento sulla concorrenza tra i luoghi. Si ridurrebbero gli errori di allocazione e si massimizzerebbe il potenziale del continente.