



upb ●

ufficio
parlamentare
di bilancio

L'ordinamento finanziario italiano verso il mercato unico dei capitali

Lilia Cavallari

Venezia, 8 maggio 2025

Indice

- ✓ Il contesto internazionale
 - ✓ Incertezza elevata
 - ✓ Sfide globali

- ✓ Il ruolo del mercato dei capitali
 - ✓ Funzioni
 - ✓ Indicatori UE versus USA
 - ✓ Impatto sulla crescita

- ✓ Investimenti e risparmi
 - ✓ Investimenti pubblici e privati
 - ✓ Flussi di risparmio
 - ✓ Opportunità

- ✓ Uno sguardo all'Italia
 - ✓ Quadro macroeconomico
 - ✓ Sfide per la finanza pubblica

Il contesto internazionale

Aliquota di dazi media effettiva degli Stati Uniti



Fonte: The Budget Lab at Yale.

(1) Il dato sul 2025 risulta da una stima che tiene conto anche degli annunci del 9 aprile scorso.

Un quadro dominato da incertezza

☰ **The New York Times** 👤

Wednesday, April 9, 2025 [GIVE THE TIMES](#)

LIVE **Global Tariffs** 6m ago **Trump Administration** 7m ago

Trump Backs Down, Pausing Most Reciprocal Tariffs for 90 Days

S&P 500 Today **+7.58%** ↑



Data delayed at least 15 minutes • Source: Factset • By The New York Times

LIVE 6m ago

☰ **WSJ**

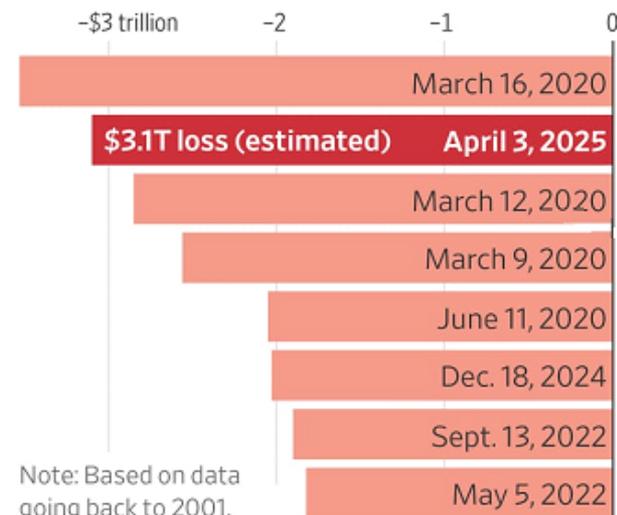
economic growth will suffer.

🗨️ 771 April 4 ⌚ Long read

‘I Should Have Sold More’: Wall Street Reels as Trump’s Plan Sinks Markets

The sweeping tariffs proved far more severe than investors predicted.

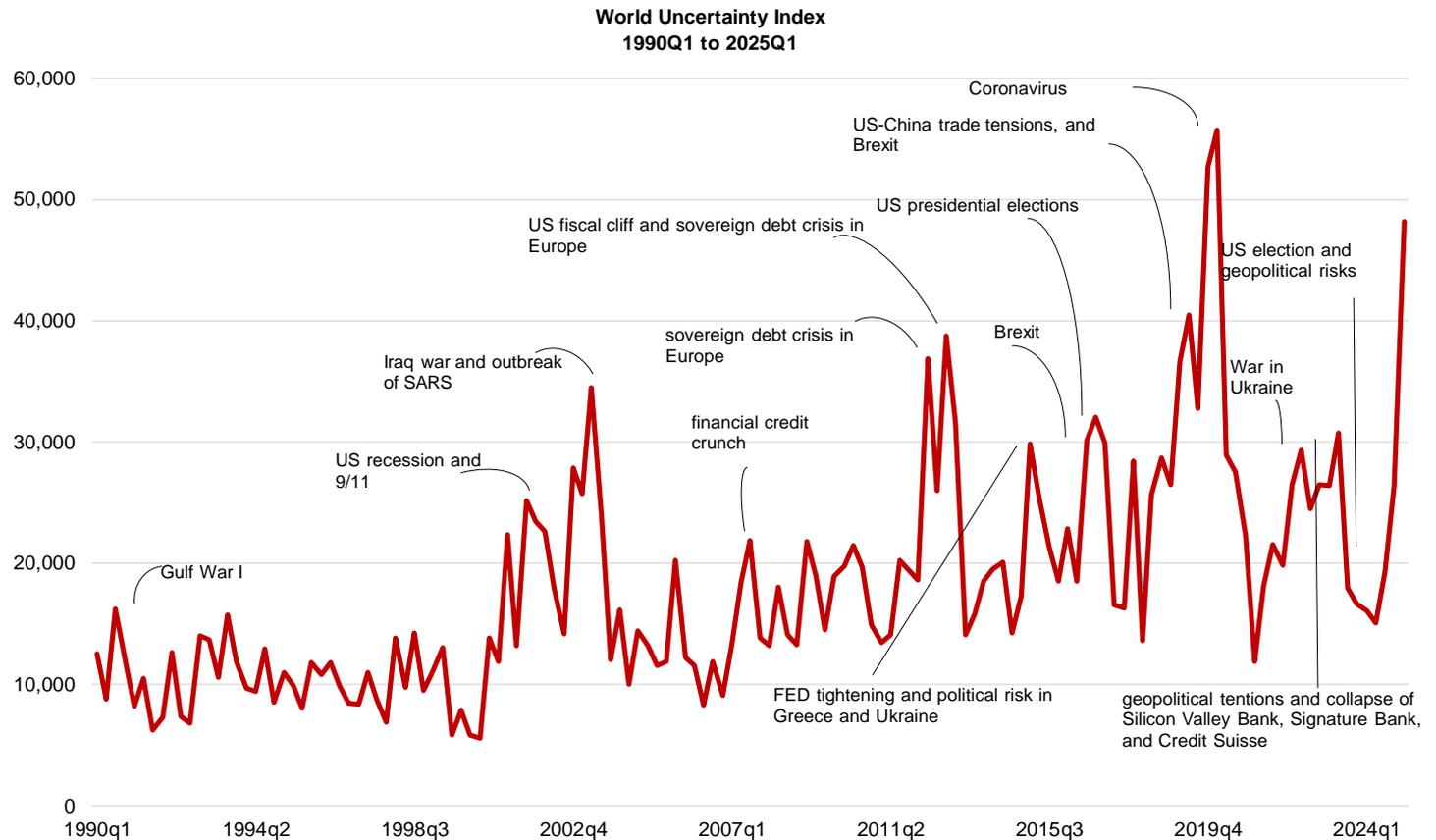
Biggest daily losses in U.S. stock-market value



Note: Based on data going back to 2001.

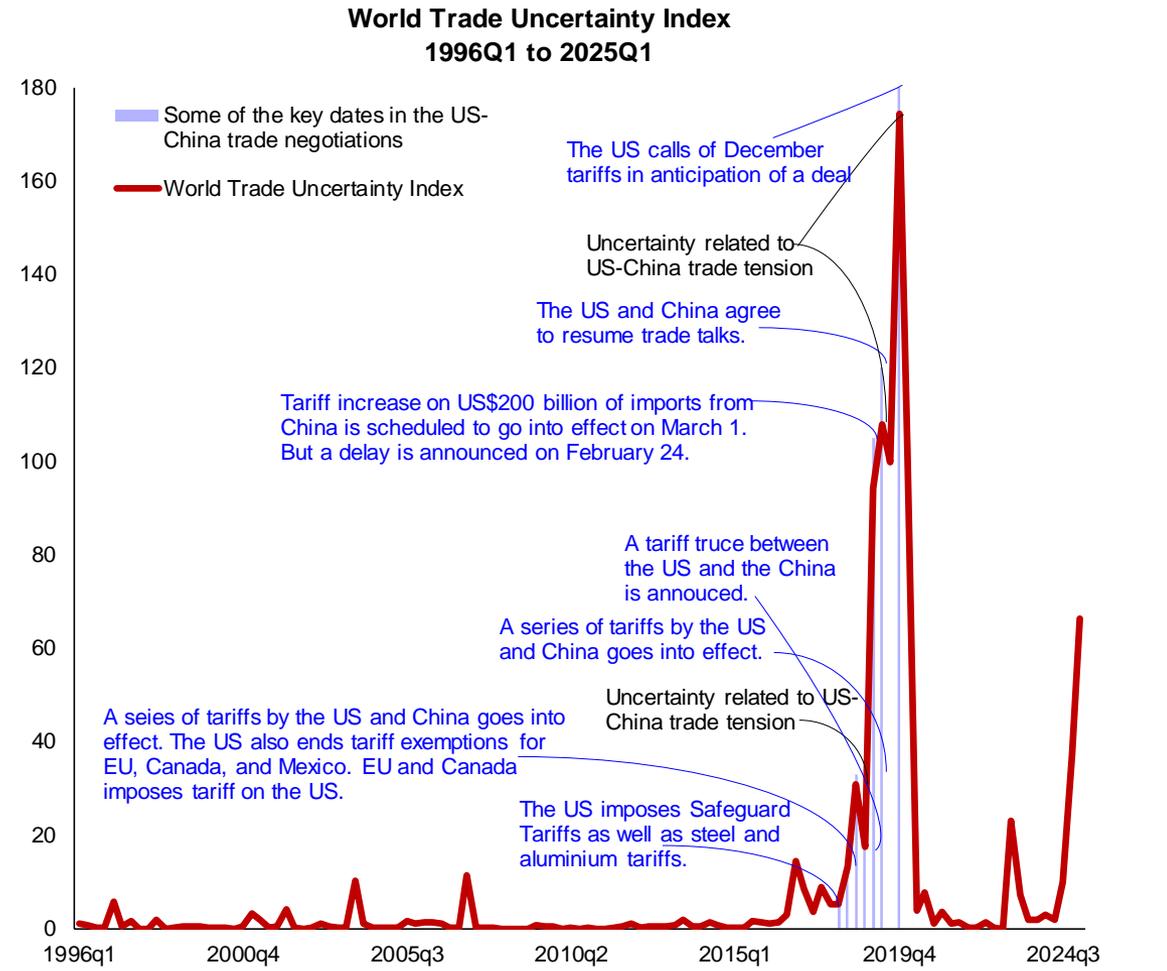
April 3 ⌚ 5 min read

L'indice di incertezza mondiale (Ahir, Bloom e Furceri)



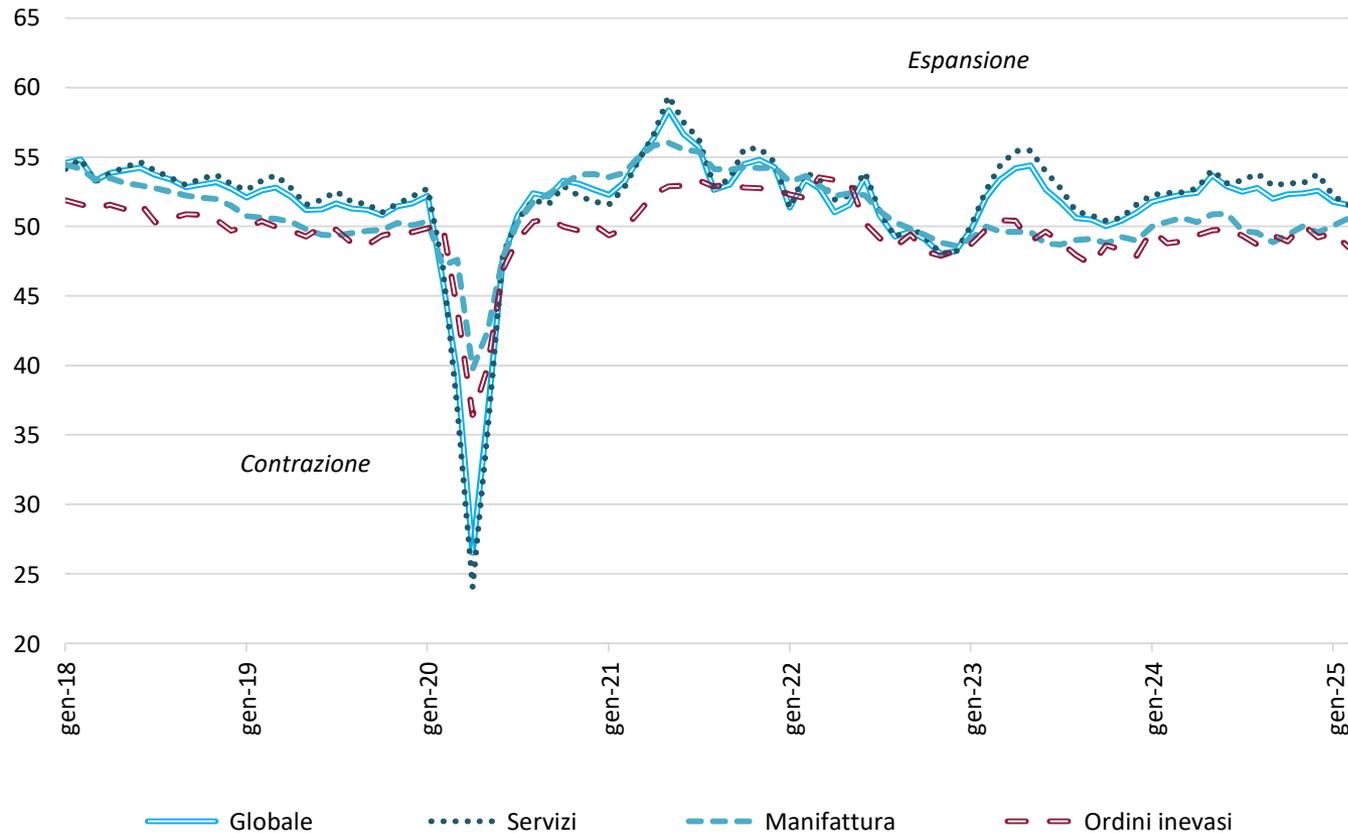
Note: The use of the data and figure should be cited as:
[Ahir, H, N Bloom, and D Furceri \(2022\), "World Uncertainty Index", NBER Working Paper.](#)

Indice d'incertezza del commercio (Ahir, Bloom e Furceri)



Note: The use of the data and figure should be cited as:
Ahir, H. N Bloom, and D Furceri (2022). "World Uncertainty Index". NBER Working Paper.

Manifattura e ordinativi sono deboli



Fonte: Nota sulla congiuntura UPB di aprile 2025. Indice PMI Globale JP Morgan (S&P).

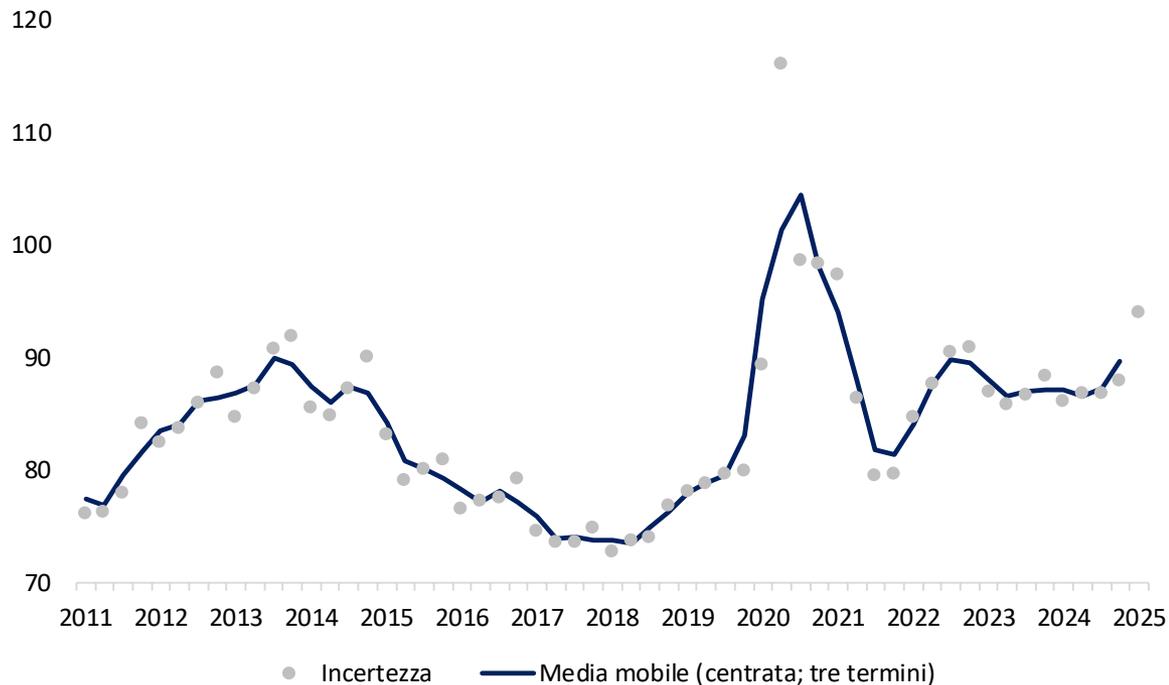
Prospettive di crescita riviste (FMI)

Paese/Area	2024	Proiezioni (aprile 2025)		Revisioni	
		2025	2026	Differenze WEO Gennaio 2025 (2025)	Differenze WEO Gennaio 2025 (2026)
PIL Mondiale	3.3	2.8	3	-0.5	-0.3
Economie avanzate	1.8	1.4	1.5	-0.5	-0.3
USA	2.8	1.8	1.7	-0.9	-0.4
Euro Area	0.9	0.8	1.2	-0.2	-0.2
Italia	0.7	0.4	0.8	-0.3	-0.1
Economie emergenti e in via di sviluppo	4.3	3.7	3.9	-0.5	-0.4
Cina	5	4	4	-0.6	-0.5
Commercio mondiale (volumi, beni e servizi)	3.8	1.7	2.5	-1.5	-0.8

Fonte: FMI, World Economic Outlook aprile 2025

L'incertezza internazionale si ripercuote sull'Italia

Indice di incertezza UPB
(numero indice, 1993 T1=100)



Fonte: elaborazioni Upb su dati Istat.

Le sfide

- ✓ Resilienza a shock più frequenti e più estremi
- ✓ Trasformazioni tecnologiche complesse (green, digitale, AI)
- ✓ Transizione demografica
- ✓ Sicurezza e difesa
- ✓ Riorientamento degli scambi
- ✓ Approvvigionamenti di materie critiche

Tutto ciò richiede risorse massicce in un contesto in cui gli spazi fiscali sono limitati da livelli già elevati di indebitamento pubblico e costi di finanziamento in crescita.

Il ruolo dei mercati dei capitali

A cosa servono

✓ Allocazione efficiente del risparmio crea opportunità di investimento finanziario per le famiglie:

- ✓ Allocazione della ricchezza nel tempo e sua valorizzazione
- ✓ Protezione dall'inflazione
- ✓ Opportunità previdenziali e assicurative

e di finanziamento per le imprese:

- ✓ Diversificazione delle fonti di finanziamento
- ✓ Giusto equilibrio fra capitalizzazione e indebitamento
- ✓ Supporto per innovazione, crescita dimensionale, trasformazioni green e digitali, accesso a nuovi mercati
- ✓ Diversificazione dei rischi, resilienza agli shock, opportunità di profitto

✓ Stabilità finanziaria

- ✓ Si ripercuote su tassi di interessi, costi dell'indebitamento e capacità di collocare il debito
- ✓ Allo stesso tempo, ad una minore credibilità di un Paese sovrano conseguono oscillazioni finanziarie (rischio Paese)

Indicatori a confronto tra EU e USA

Indicatori del Mercato dei Capitali: Unione Europea (UE) vs USA		
Indicatore di Mercato	Unione Europea (EU)	Stati Uniti (USA)
Capitalizzazione totale di mercato in % del PIL	60%	175%
Investimenti VC in % del PIL	0,04%	0,63%
% imprese nazionali acquisite da imprese estere tramite fusioni e acquisizioni	13,40%	4,20%
Finanziamento annuale di società non finanziarie tramite azioni e obbligazioni (% sul totale)	10,62%	26,87%
Investimenti in capitale di rischio (miliardi di EUR)	43.3	259.5
Investimenti in Private Equity (miliardi di EUR)	50	260
Indice capitale di rischio Pre-IPO (VC, business angel etc.)	3,70%	17%
Attività finanziarie di mercato delle famiglie (% del PIL)	90,40%	310,80%

Fonte: Demertzis et al. (2021), Micossi e Stringhetti (2024)

L'altro lato del confronto

- ✓ Maggiore dipendenza delle imprese europee dal finanziamento bancario, mentre è limitata la quota di finanziamento del capitale, in particolare azionario
- ✓ Il credito bancario non è particolarmente adatto al finanziamento di progetti innovativi, ad alto rischio ed elevato rendimento, quali start-ups e imprese ad elevata tecnologia
- ✓ Più difficile valutare il merito del credito per imprese con limitate disponibilità di collaterale e flussi di cassa sfavorevoli
- ✓ il costo del credito può frenare la crescita delle «gazzelle»

- ✓ I mercati dei capitali sono al contrario meglio attrezzati per supportare attività rischiose e startups

- ✓ Differenze nel modello di finanziamento si riflettono sul tessuto produttivo e contribuiscono a spiegare il divario di produttività tra l'Europa e gli Stati Uniti
- ✓ Maggior numero di imprese high-tech e di dimensioni maggiori negli Stati Uniti
- ✓ Maggior numero di gazzelle e unicorni

L'impatto sulla crescita

- ✓ Relazione positiva tra sviluppo finanziario e crescita economica in ampi insiemi di paesi (Levine, 2005); non-linearità nella relazione emergono per i paesi industrializzati dopo la crisi finanziaria globale, con possibilità di impatto trascurabile o addirittura avverso per livelli elevati di credito privato in rapporto al PIL (Aghion et al., 2005)
- ✓ L'accesso ai mercati dei capitali favorisce la crescita dimensionale delle imprese, l'adozione di tecnologie avanzate, l'innovazione di prodotto: le imprese che vi accedono hanno tassi di investimento di 7 pp più alti e una probabilità di 13 pp più elevata di sviluppare nuovi prodotti (Zettelmeyer, 2025)
- ✓ Relazione negativa tra vincoli finanziari e performance di impresa: le imprese vincolate nell'accesso al credito e al finanziamento del capitale registrano profitti inferiori

L'Italia è una tipica economia di civil law

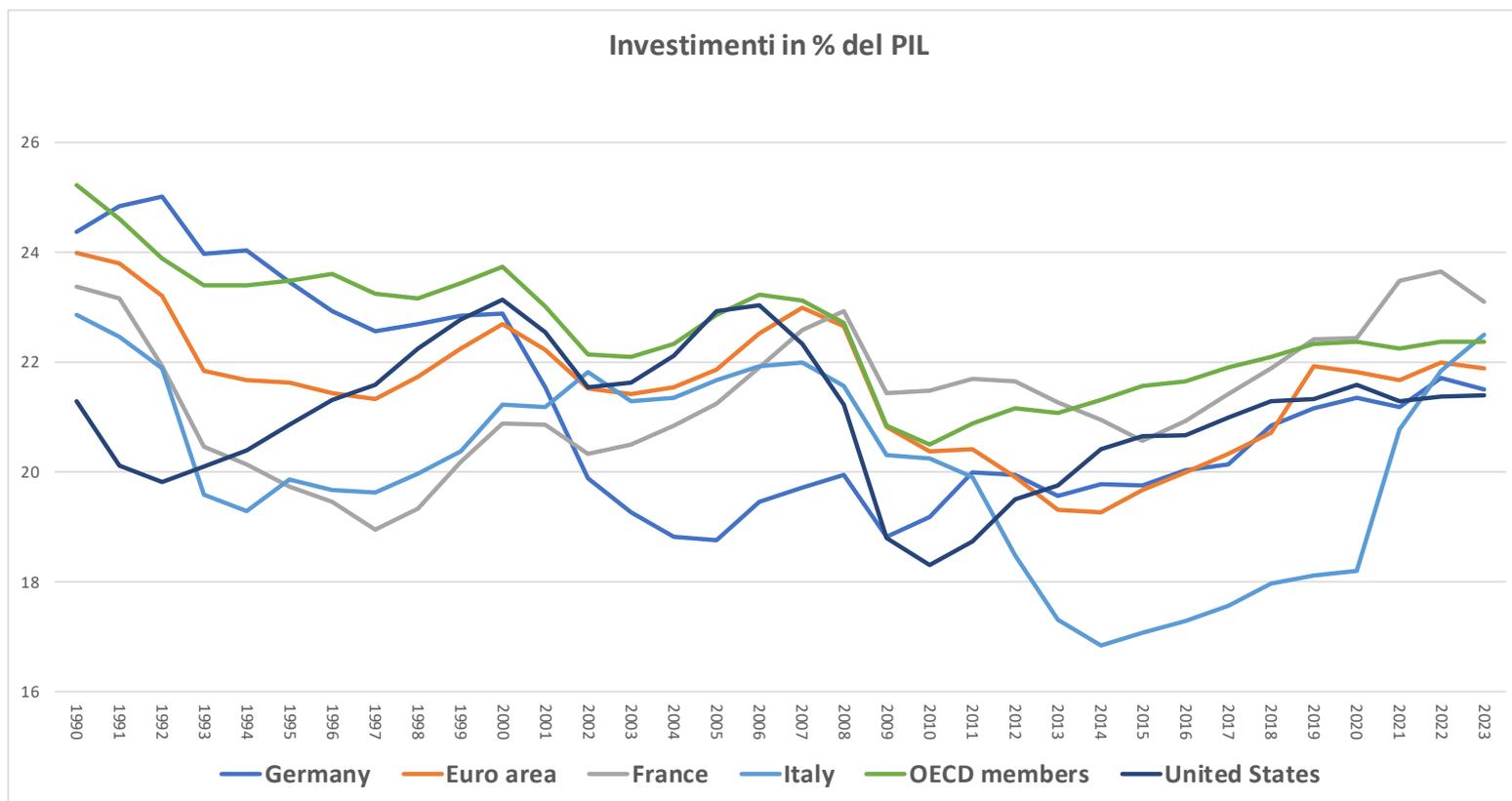
- ✓ Ruolo preminente delle banche rispetto al mercato dei capitali
- ✓ Finanziamento delle imprese attraverso debito bancario e capitale proprio
- ✓ Tessuto produttivo composto in prevalenza da PMI
- ✓ Concentrazione del capitale azionario in capo a singoli investitori, presenza diffusa di imprese familiari
- ✓ Proprietà e controllo tendono a coincidere, imprenditore/manager
- ✓ Risparmio delle famiglie investito in prevalenza in depositi e titoli sovrani

... e soffre di una limitata capitalizzazione delle imprese

- ✓ Incentivi fiscali possono ristabilire la neutralità fiscale tra forme di finanziamento e favorire la capitalizzazione, ad es. ACE, detassazione degli utili non distribuiti

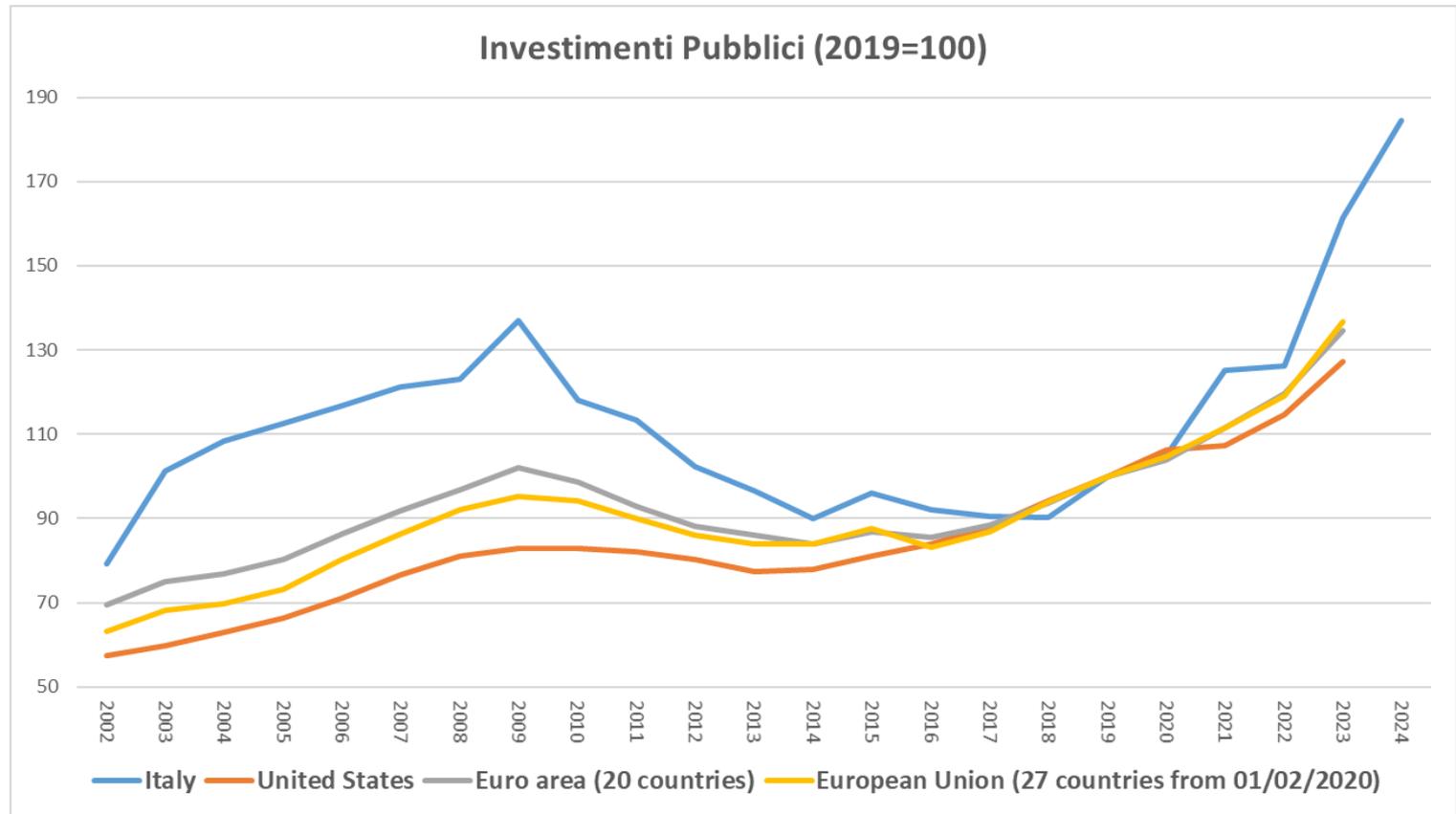
Investimenti e Risparmi

Investimenti totali

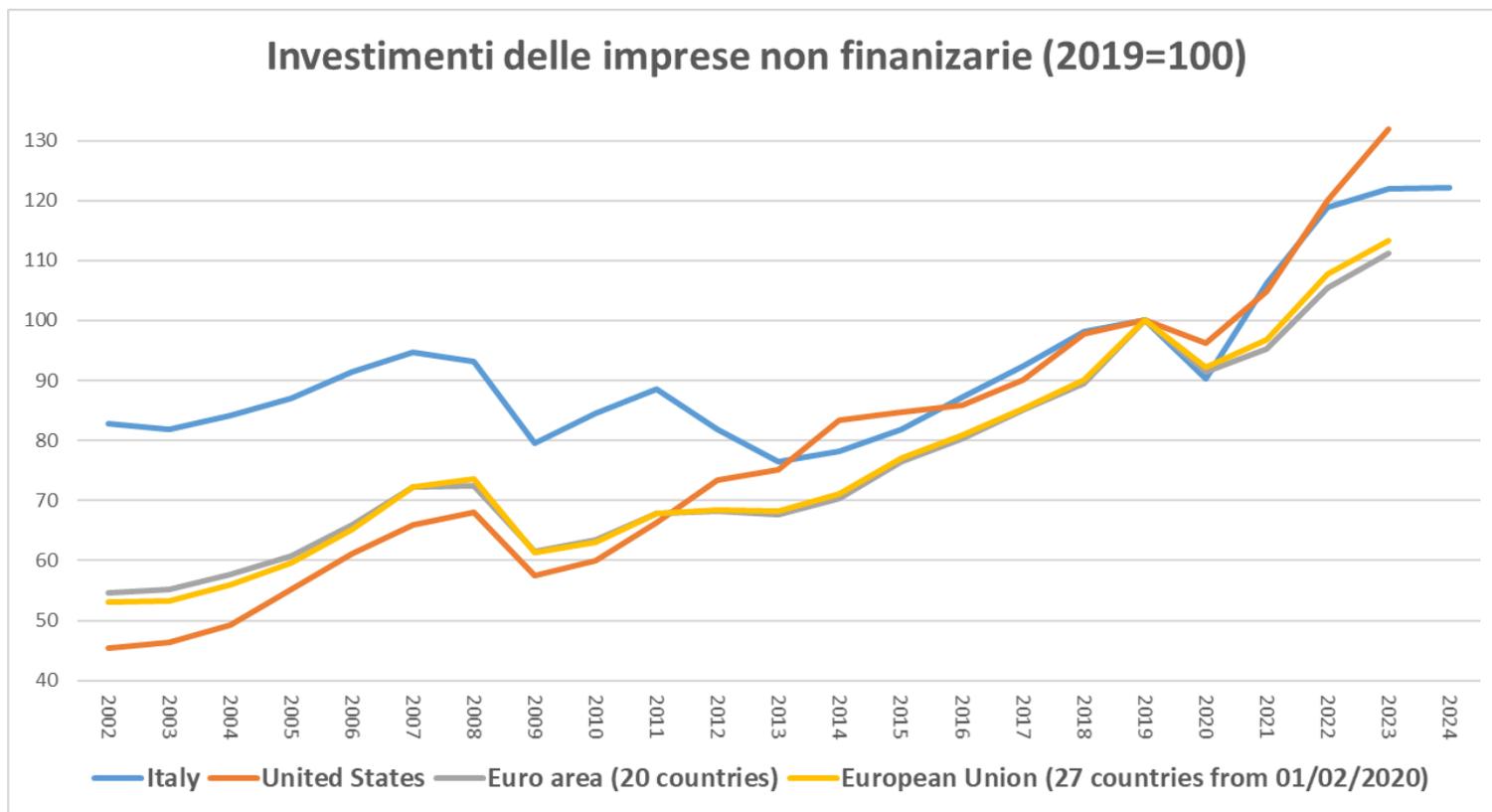


Fonte: Elaborazioni su dati World Bank

Investimenti pubblici in rapida crescita nel post pandemia



ma gli investimenti privati stentano nel confronto con gli Stati Uniti



Risparmio

Elevato potenziale di raccolta per il mercato dei capitali europeo

- ✓ Il tasso di risparmio delle famiglie è elevato in Europa, pari al 15% del reddito disponibile, a fronte di 8% negli Stati Uniti e 10% in Gran Bretagna
- ✓ La ricchezza finanziaria delle famiglie ammonta a circa 34.5 trilioni a fine 2023, di cui circa un terzo (11.5 trilioni) in contanti e depositi. I flussi di risparmio annui sono circa 1.4 trilioni a fine 2022

... ma poco utilizzato

- ✓ La maggior parte dei risparmi è investita in depositi e titoli sovrani con bassi rendimenti
- ✓ Nel confronto con gli Stati Uniti, la quota di investimenti azionari è molto inferiore così come molto più basso è l'ammontare di attività finanziarie pro-capite
- ✓ Nonostante i maggiori risparmi, in Europa la crescita della ricchezza finanziaria nel 2009-2023 è stata pari al 55% e superiore a 150% negli Stati Uniti

Opportunità

Molto è stato fatto, molto rimane da fare

- ✓ I mercati dei capitali europei restano caratterizzati da una notevole eterogeneità in termini di dimensione, regolazione, trasparenza, tassazione ed efficienza (Lussemburgo, Irlanda e Paesi nordici versus Europa centrale, orientale e meridionale)
- ✓ Persistono barriere all'ingresso per gli investitori transfrontalieri, *home bias* dal lato sia della domanda sia dell'offerta e scarsa attrattività per investitori esteri
- ✓ Limitata disponibilità di strumenti comuni (EU safe asset) e per la raccolta dei capitali di rischio

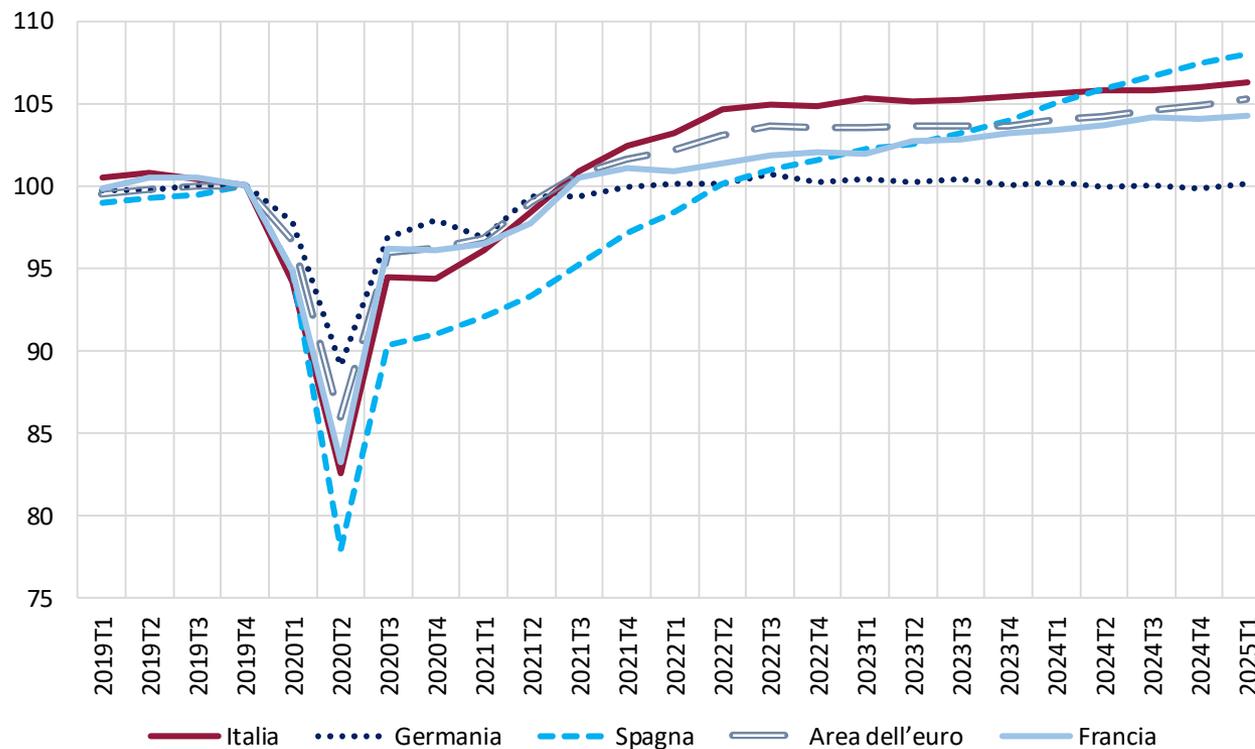
La necessità spinge ad agire

- ✓ Per rafforzare i segmenti deboli del mercato (es., cartolarizzazione, VC)
- ✓ Per potenziare le attività cross-border
- ✓ Garantire standard comuni di trasparenza e tutela del risparmio
- ✓ Armonizzare la regolazione (es., 28mo regime, cooperazione maggiorata, approccio two-tier)
- ✓ Integrare la vigilanza nell'area comune
- ✓ Potenziare piattaforme comuni per la regolazione delle transazioni finanziarie
- ✓ Attualmente, quasi 300 luoghi di scambio, 14 piattaforme di regolazione (CCP) e 32 piattaforme di deposito titoli (CSD) per lo più frammentati a livello nazionale; in prospettiva una piattaforma europea unica per scambio, regolazione e custodia titoli
- ✓ Euro digitale

Uno sguardo all'Italia

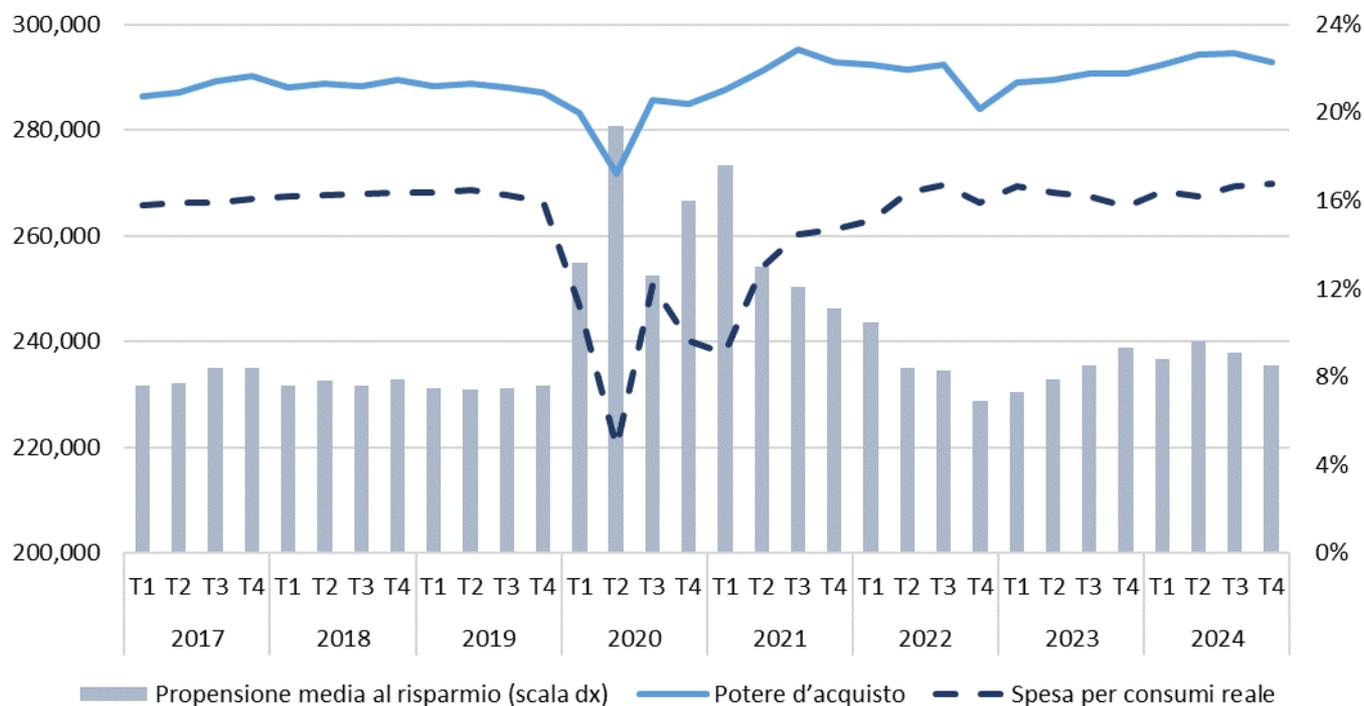
La congiuntura recente in Italia: il PIL

PIL dell'area dell'euro e delle sue maggiori economie
(numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: Elaborazioni UPB su dati Eurostat

La congiuntura recente in Italia: consumi e risparmi



Fonte: Elaborazioni UPB su dati Istat. Nota trimestrale UPB, aprile 2025

Rischi del quadro macroeconomico e di finanza pubblica

- ✓ Inasprimento dei dazi
- ✓ Attuazione del PNRR
- ✓ Rischi al ribasso sulla crescita
- ✓ Pressioni sulla spesa per la difesa

Rischi del quadro macroeconomico e di finanza pubblica

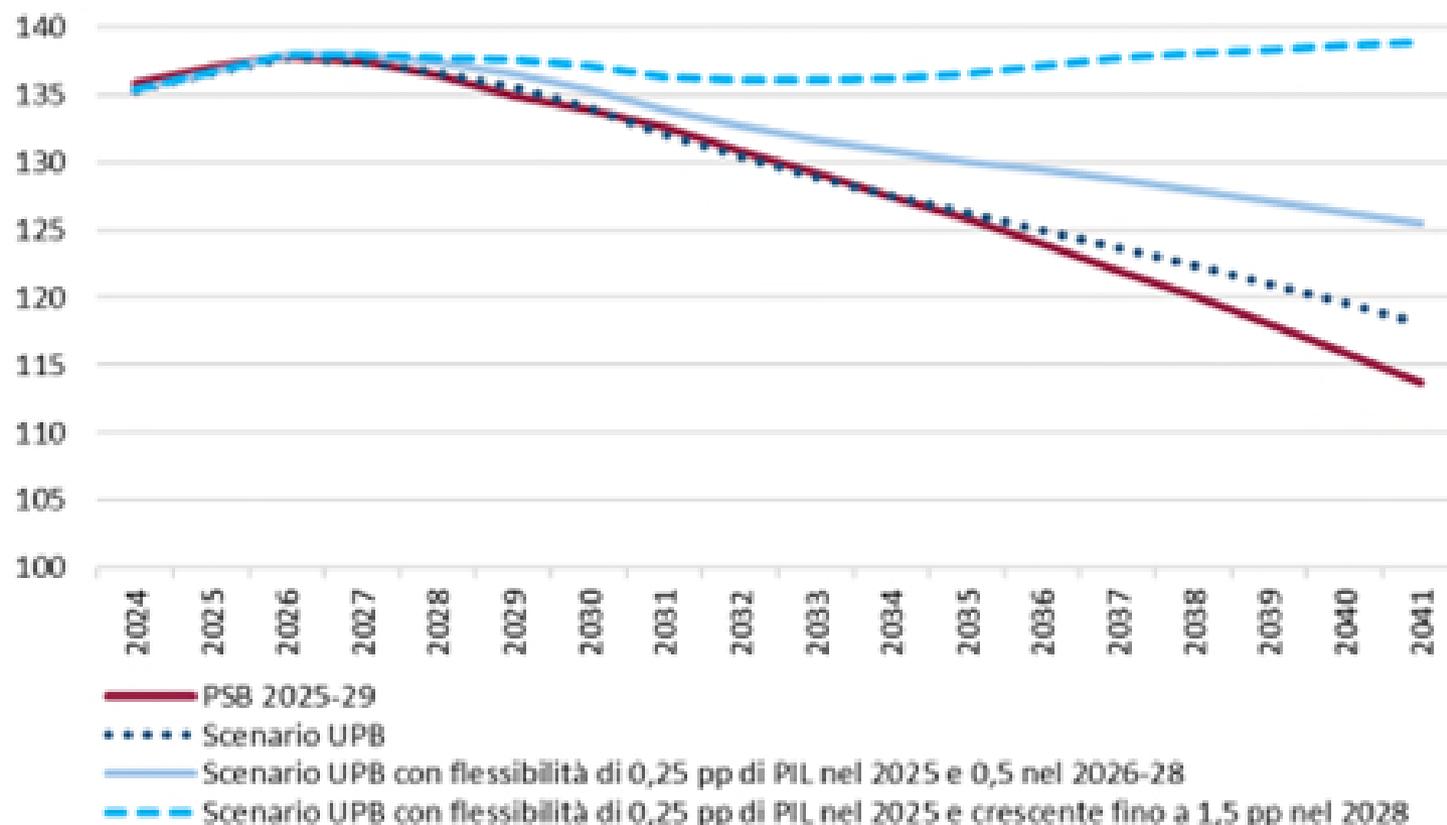
Effetti sulla crescita del PIL di scenari alternativi – Scostamenti dalla previsione di base

	2025	2026	2027	2028
Scenario con ipotesi aggiornata sul commercio mondiale	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Scenari sul piano <i>ReArm Europe</i> :				
- Spesa pari allo 0,5 per cento del PIL nel 2028	0,1	0,2	0,0	0,0
- Spesa pari all'1,5 per cento del PIL nel 2028	0,1	0,2	0,3	0,3
Scenario con differimento del PNRR (10 miliardi dal 2026 al 2027)	0,0	-0,3	0,8	-0,4

Fonte: UPB, audizione preliminare all'esame del DFP 2025

Attivazione della clausola di salvaguardia nazionale per il rafforzamento del settore della difesa: impatto sul debito

Evoluzione del debito pubblico (in % del PIL)



Fonte: elaborazione su dati DFP 2025, PSB 2025-29, Commissione europea, Banca d'Italia e Istat.