



upB.

ufficio
parlamentare
di bilancio

Regolazione, incentivi e crescita: sfide e opportunità per l'Italia e l'Unione Europea

Lilia Cavallari

Bologna, 22 novembre 2025

Indice

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

- ✓ Mercato dei capitali e crescita
 - ✓ Indicatori UE versus USA
 - ✓ Impatto sulla crescita

- ✓ Il ruolo della regolazione
 - ✓ I flussi di risparmio e investimento
 - ✓ Opportunità nella UE

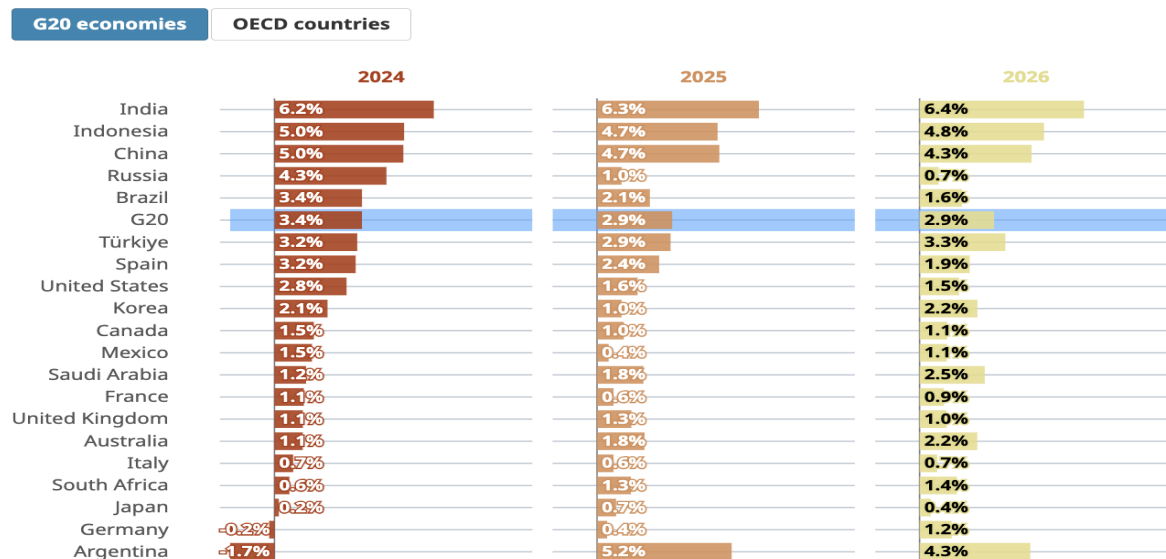
- ✓ Close-up sull'Italia
 - ✓ Quadro macroeconomico
 - ✓ Sfide per la finanza pubblica
 - ✓ Per sostenere la crescita: riforme e investimenti

Il contesto internazionale

L'economia globale è disomogenea

Si consolidano i divari nei sentieri di crescita delle diverse economie, il quadro è sempre più frammentato. La Cina rallenta poco sotto l'obiettivo del 5,0 per cento, mentre l'India s'irrobustisce. Tra i paesi avanzati il tasso di crescita degli Stati Uniti è ancora superiore a quello dei paesi europei e del Giappone.

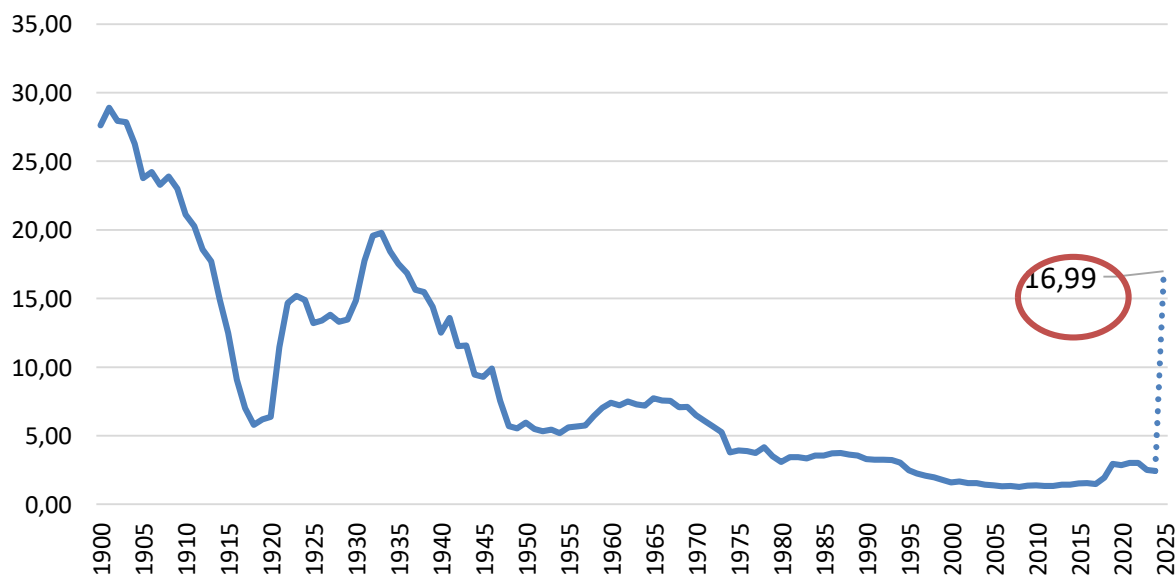
Real GDP growth for 2024 and projections for 2025 and 2026
%, year-on-year



Source: [OECD Economic Outlook, June 2025](#).

Sul protezionismo si torna al secolo scorso...

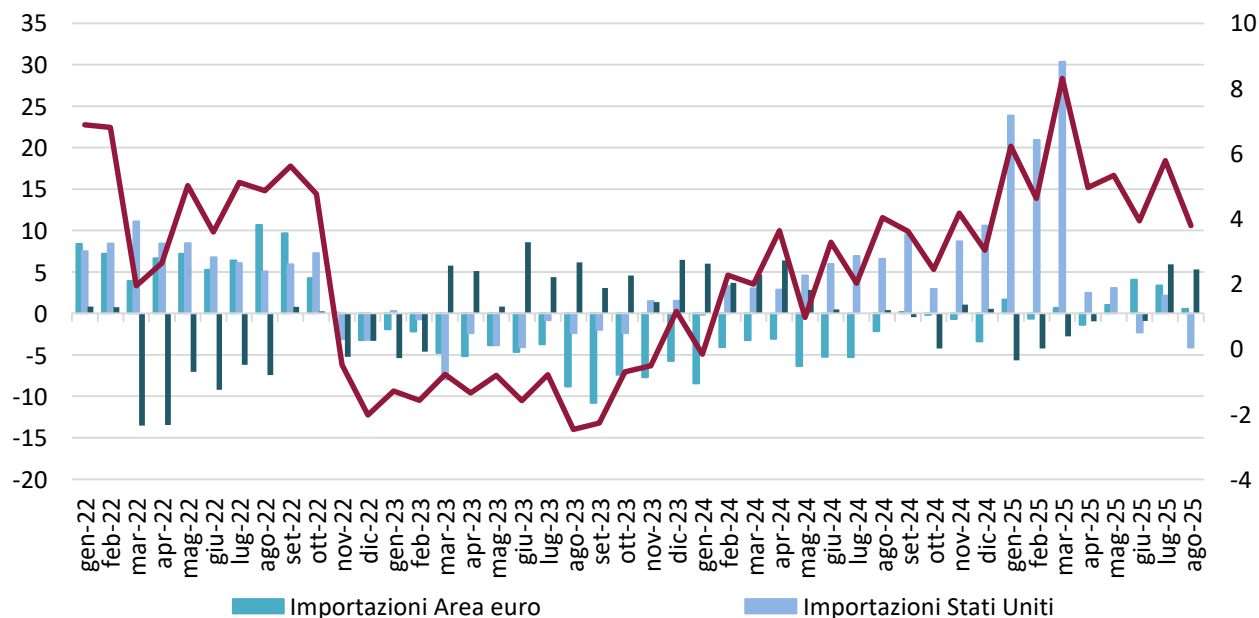
In assenza di ulteriori modifiche i **dazi medi statunitensi nel 2025 dovrebbero attestarsi al 16,99 per cento** (dati al 17 ottobre 2025), il valore più alto dal 1936. Il recedere del multilateralismo spinge verso gli accordi bilaterali, che però sono meno affidabili per cui le attese degli operatori sono più incerte.



Fonte: The Budget Lab at Yale

...ma gli effetti dei dazi si devono ancora manifestare

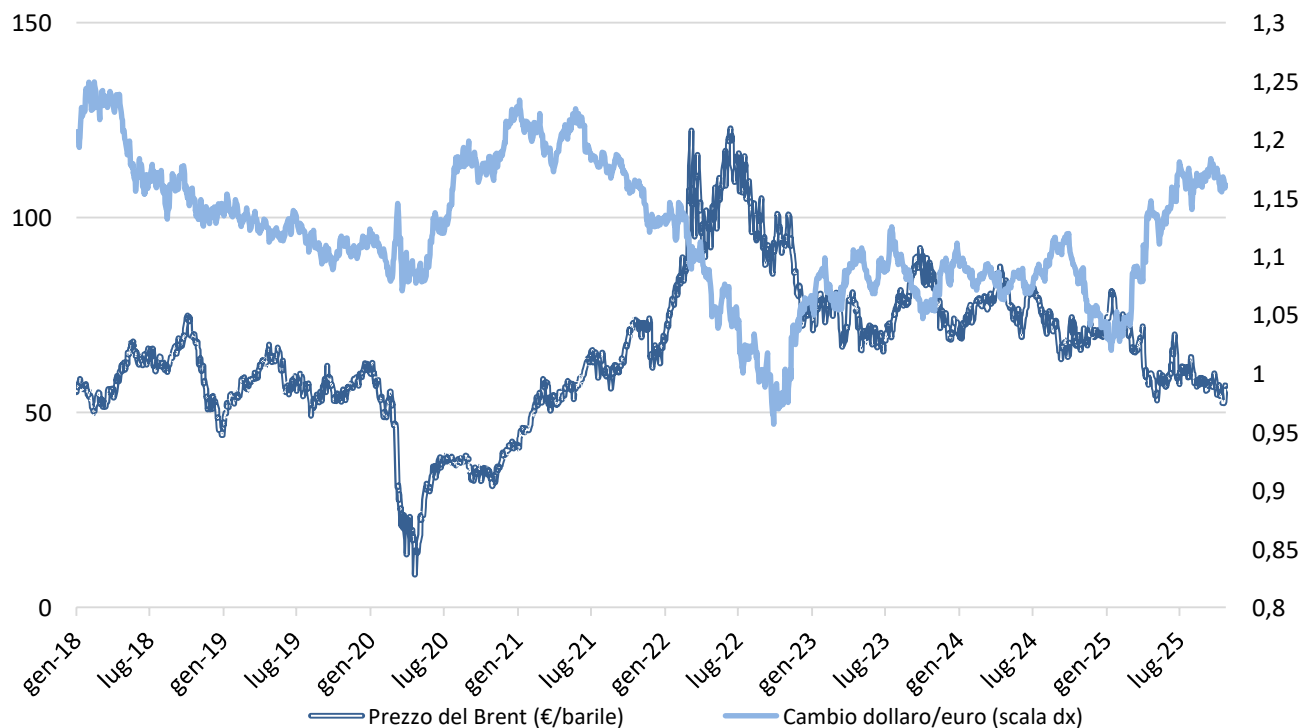
Nei primi otto mesi dell'anno la dinamica del commercio mondiale è risultata più robusta delle attese (poco meno del 5,0 per cento, dati CPB). **Gli Stati Uniti in inverno hanno fatto scorte di importazioni**, per eludere i nuovi dazi, però dall'estate i flussi si sono decisamente ridotti.



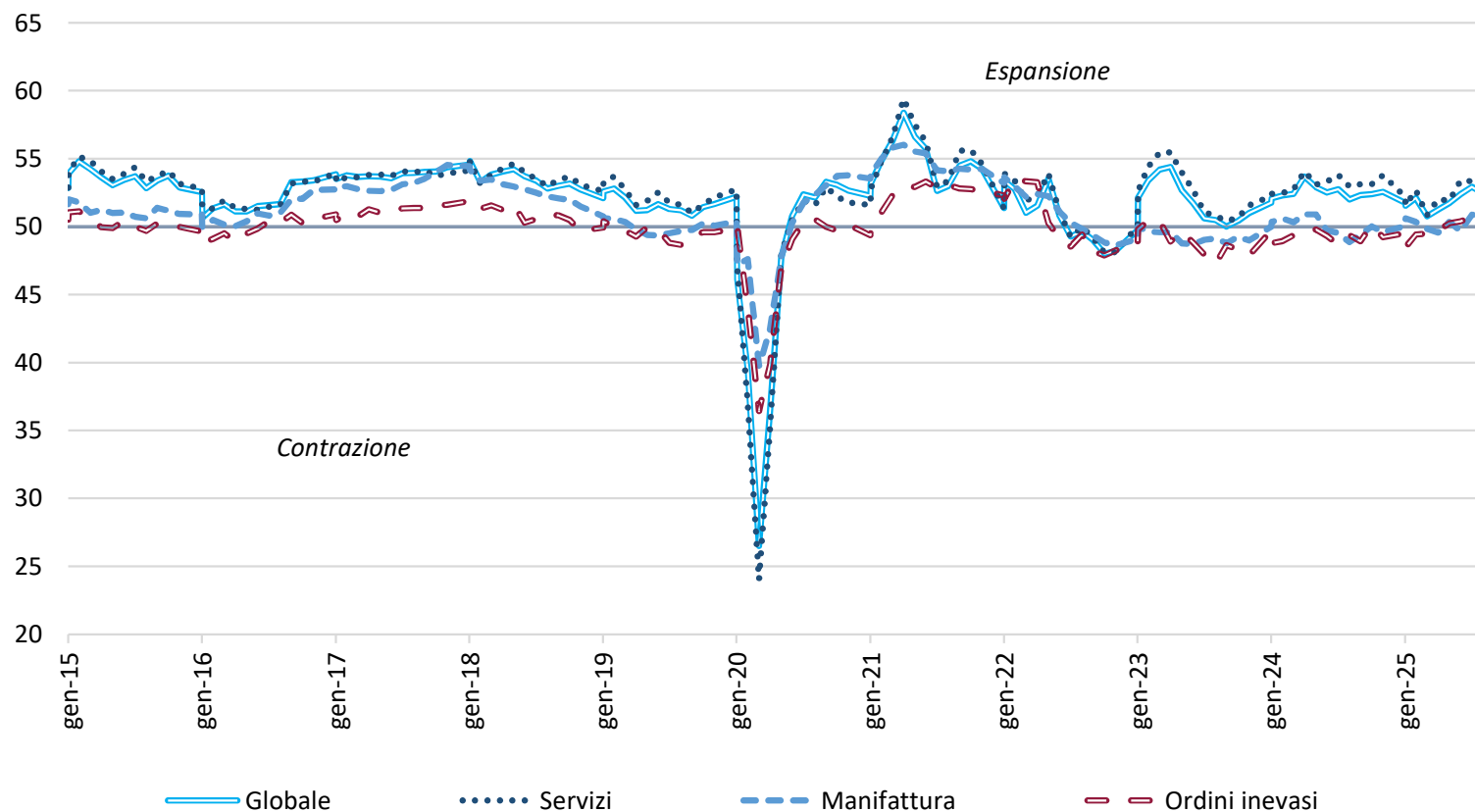
Fonte: CPB

Flettono i prezzi del petrolio e si apprezza l'euro

- Le quotazioni del greggio diminuiscono dall'inizio dell'anno, sebbene con pronunciata volatilità; anche i prezzi del gas si sono ridotti.
- Nello stesso periodo **l'euro si è apprezzato del 13 per cento rispetto al dollaro**, rappresentando quindi ulteriore «dazio implicito» per le esportazioni europee.



Manifattura e ordinativi sono deboli



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

Le previsioni del FMI di ottobre

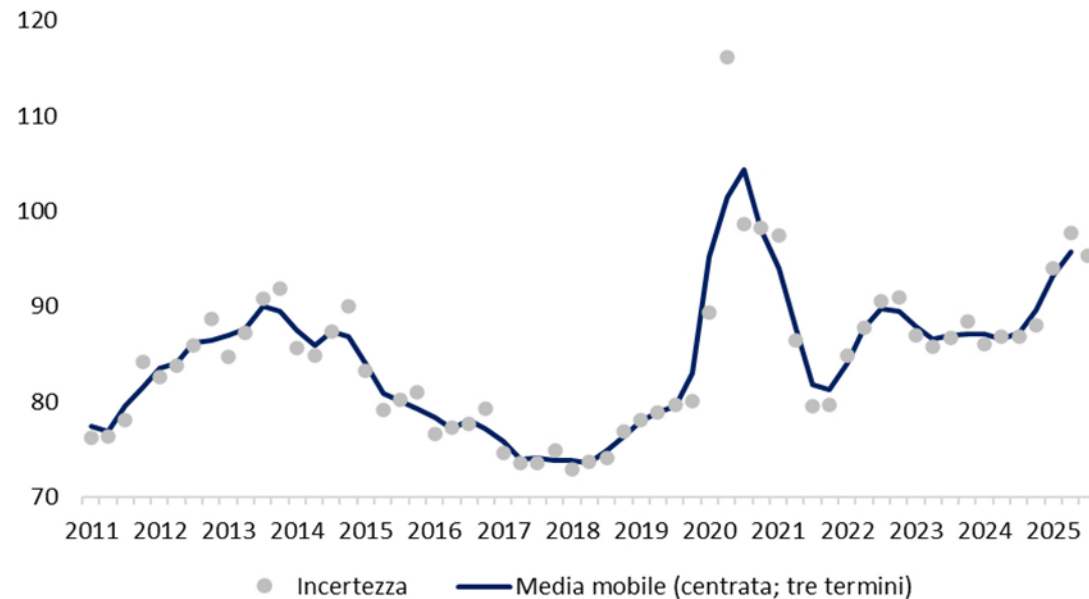
Il FMI ha rivisto (rispetto a luglio) leggermente al rialzo le attese sul 2025 per le principali economie, ma ha lievemente peggiorato quelle per l'area dell'euro nel 2026. Le stime degli Stati Uniti sono estremamente incerte, non solo a causa dei dazi ma anche per lo *shutdown*. **Le ipotesi di queste previsioni sono «fluide».**

	WEO ottobre 2025			Differenze con WEO luglio 2025	
	2024	2025	2026	2025	2026
Prodotto mondiale	3.3	3.2	3.1	0.2	0.0
<i>Economie avanzate</i>	1.8	1.6	1.6	0.1	0.0
<i>Stati Uniti</i>	2.8	2.0	2.1	0.1	0.1
<i>Area dell'euro</i>	0.9	1.2	1.1	0.2	-0.1
<i>Economie emergenti</i>	4.3	4.2	4.0	0.1	0.0
<i>Cina</i>	5.0	4.8	4.2	0.0	0.0
Commercio mondiale	3.5	3.6	2.3	1.0	0.4

Fonte: Fondo Monetario
Internazionale

L'incertezza si ripercuote sull'Italia

L'indice dell'UPB sull'incertezza di famiglie e imprese ha registrato una lieve flessione in estate, ma si colloca su valori massimi nel confronto storico (escluso il periodo di pandemia).



Fonte: Elaborazioni dell'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.

Mercati dei capitali e crescita

L'impatto sulla crescita

- ✓ Relazione positiva tra sviluppo finanziario e crescita economica per ampi insiemi di paesi (Levine, 2005); possibili non-linearità per i paesi industrializzati dopo la crisi finanziaria globale, con impatto trascurabile o avverso per livelli elevati di debito 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

I meccanismi

- ✓ 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
- ✓ Spillover tra mercati finanziari
- ✓ Contagio

Un confronto tra UE 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%

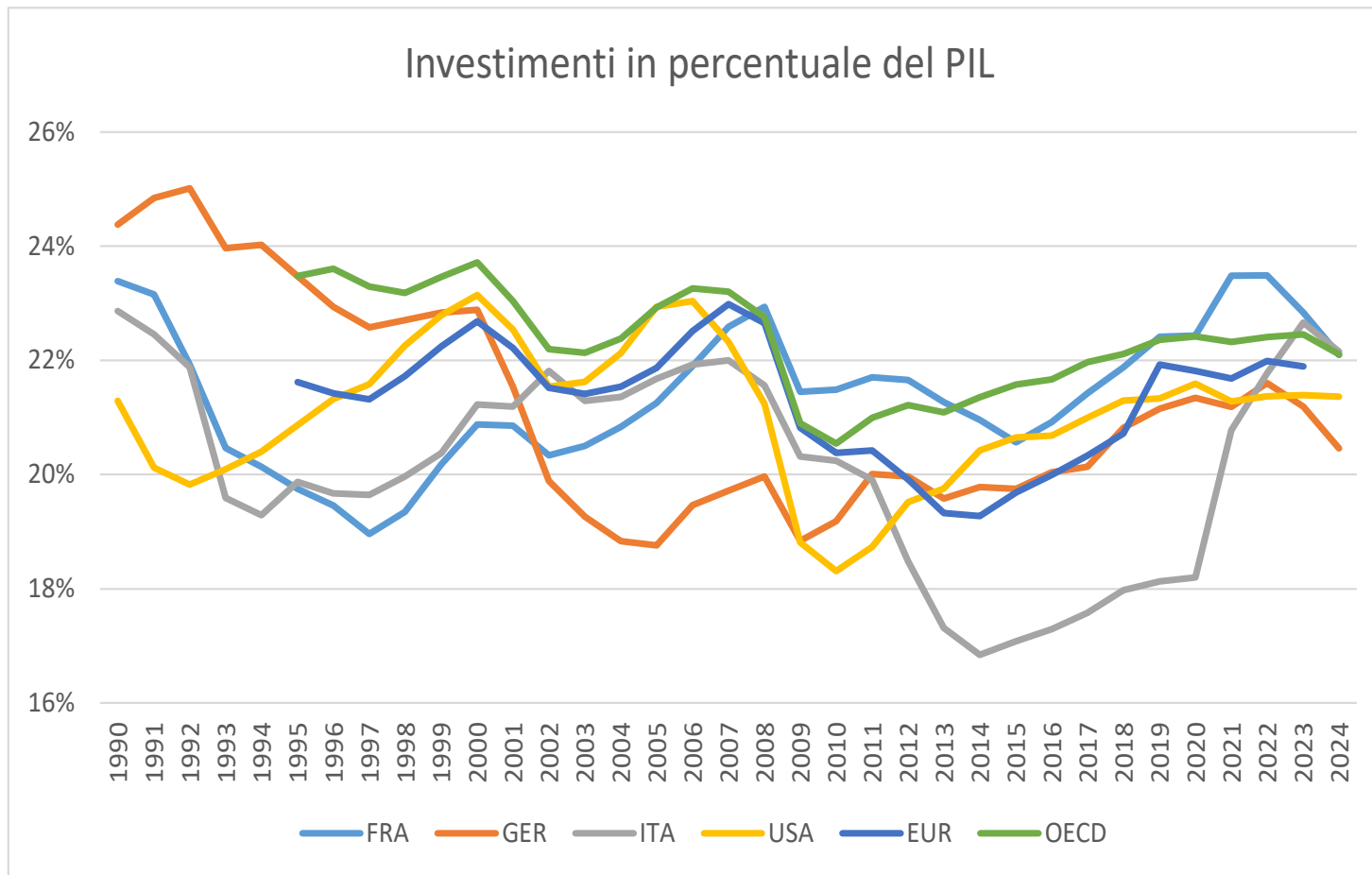
Fonte: Demertzis et al. (2021), Micossi e Stringhetti (2024)

L'altro lato del confronto

- ✓ Maggiore dipendenza delle imprese europee dal finanziamento bancario, 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 di 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, startups e scale-up
-
- ✓ 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 grande dimensione negli Stati Uniti
 - ✓ Maggior numero di gazzelle e unicorni

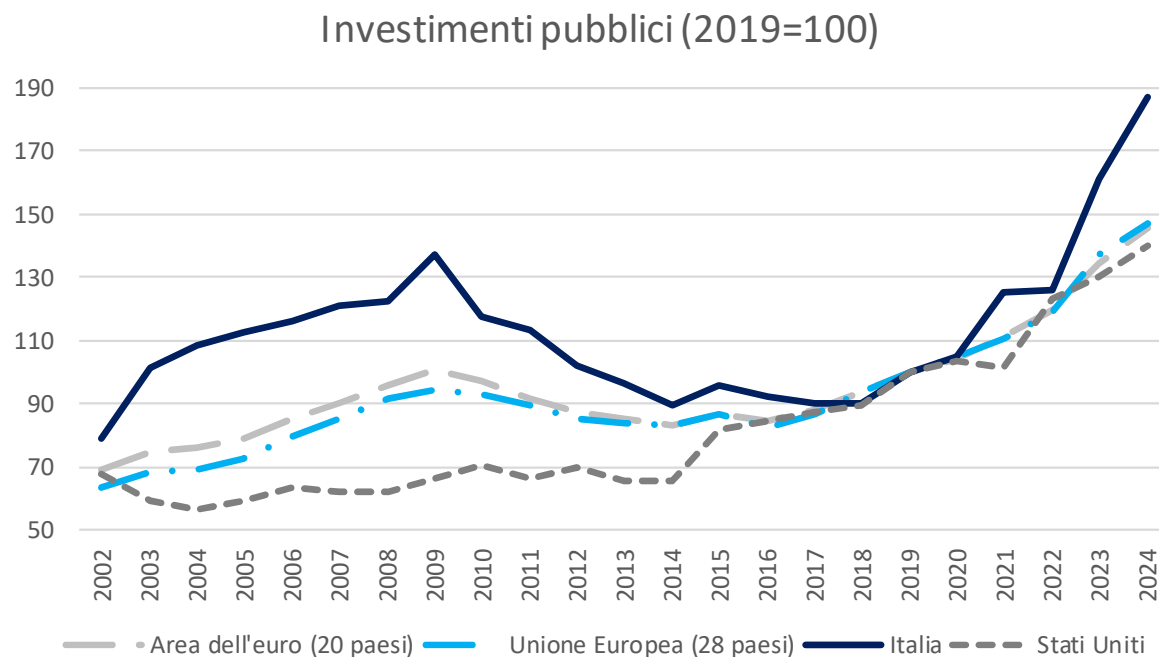
Il ruolo della regolazione dei mercati dei capitali

Investimenti totali



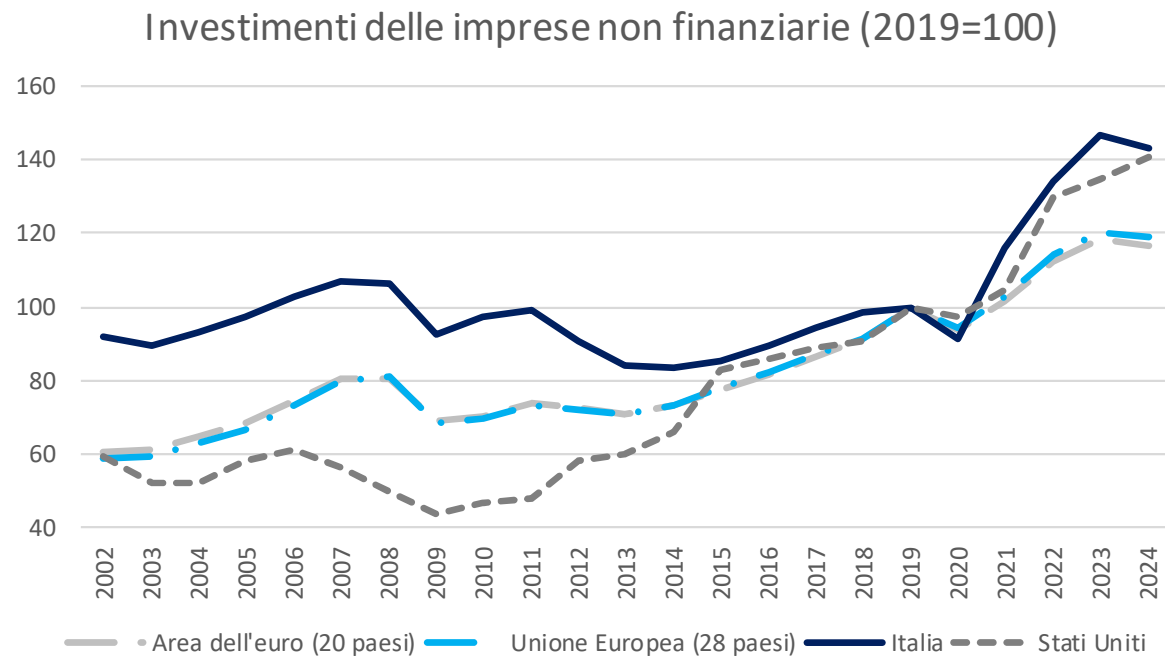
Fonte: OECD

Investimenti pubblici in rapida crescita nel post pandemia



Elaborazioni su dati Ameco

ma gli investimenti privati stentano nel confronto con gli Stati Uniti



Elaborazioni su dati Ameco

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% a fronte di più di 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

- ✓ Rafforzare i segmenti deboli del mercato (es., cartolarizzazione, VC)
- ✓ 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
- ✓ Piattaforme comuni per la regolazione delle transazioni finanziarie

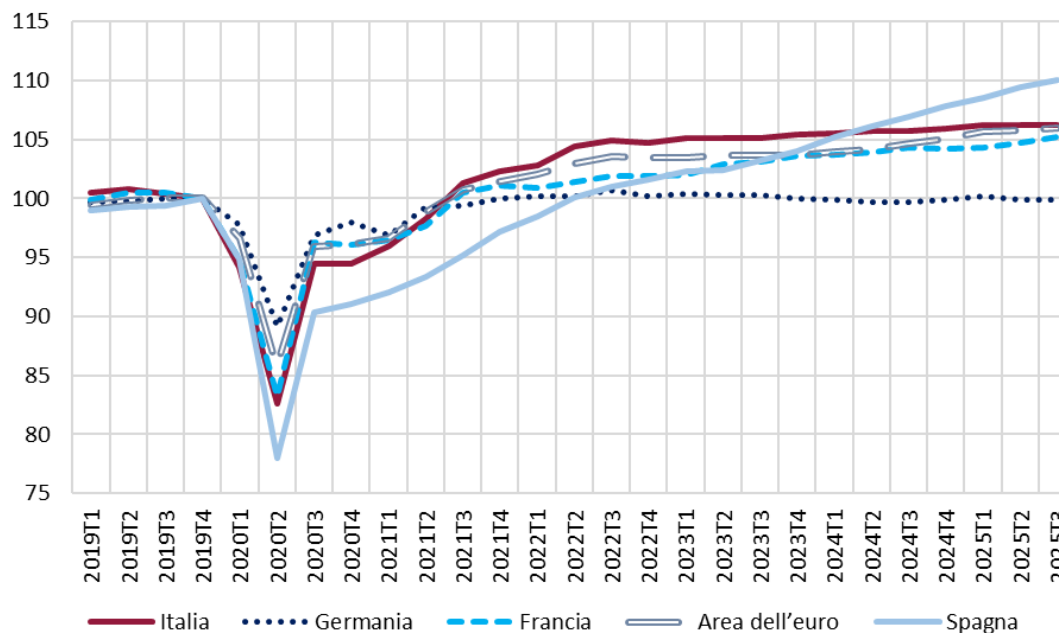
Attualmente, quasi 300 mercati, 14 piattaforme di scambio (CCP) e 32 piattaforme di deposito titoli CSD, per lo più frammentati a livello nazionale; in prospettiva una piattaforma europea unica per scambio, pagamento e custodia titoli

- ✓ Euro digitale

Close-up sull'Italia

L'attività economica ristagna nel terzo trimestre

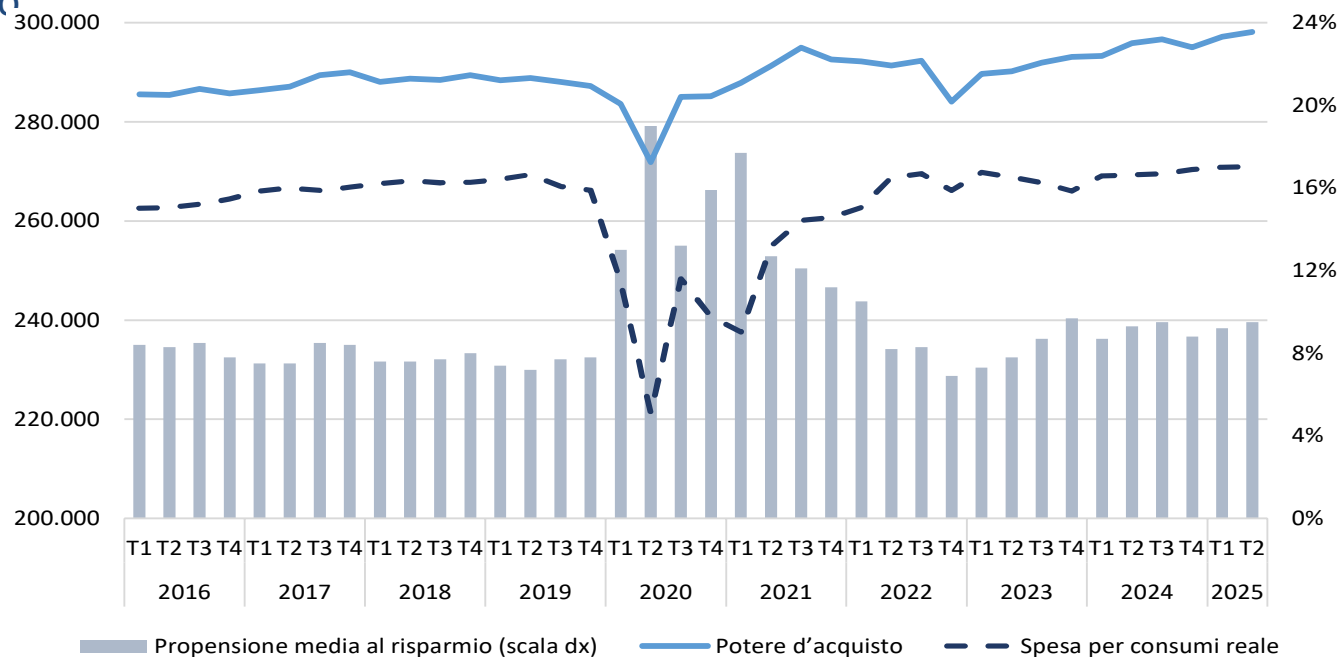
Nel terzo trimestre il PIL dell'Italia ha registrato una variazione nulla mentre nell'area euro è cresciuto dello 0,2 per cento. Rispetto ai valori pre-pandemici l'attività economica del nostro Paese si colloca al di sotto della Spagna ma oltre la Germania.



Fonte: Eurostat

Migliora il reddito disponibile ma aumenta il risparmio

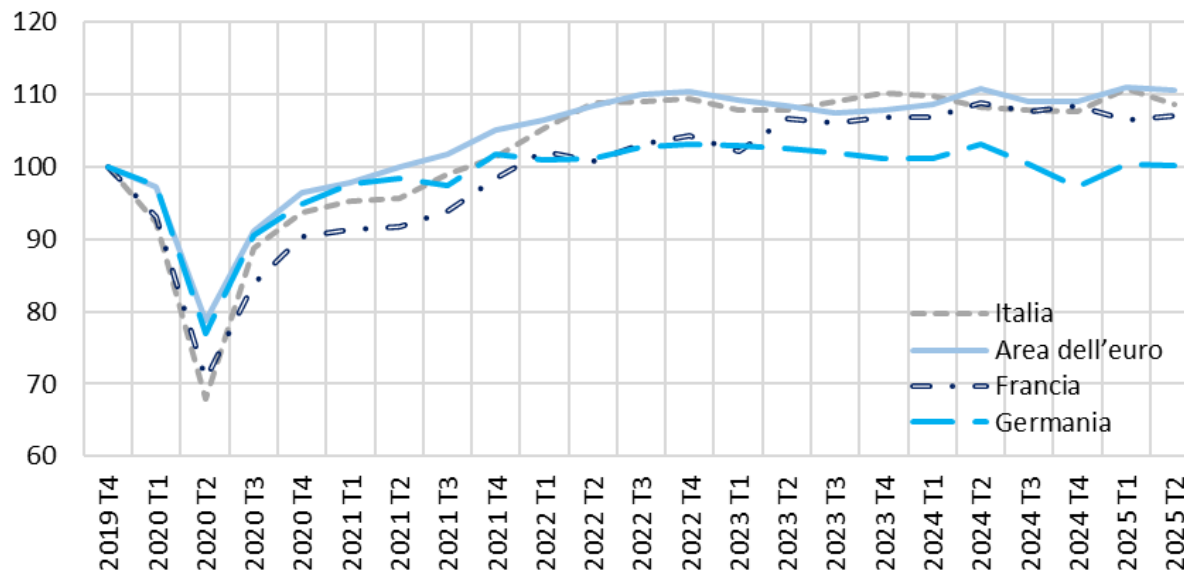
Il reddito disponibile aumenta, trainato dall'occupazione, ma **l'orientamento degli acquisti delle famiglie si mantiene prudente**, nonostante la bassa inflazione; ne deriva una propensione al risparmio elevata (al 9,5 per cento in primavera) nel confronto storico



Fonte: Istat

Le esportazioni risentono della guerra commerciale

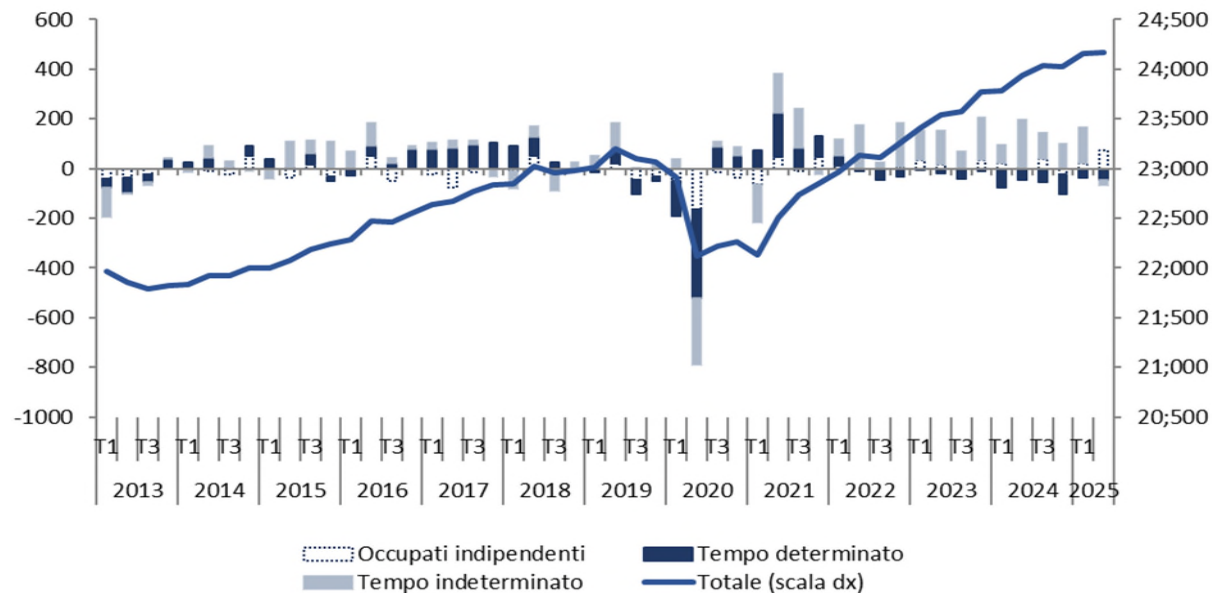
Nel secondo trimestre dell'anno in corso, le esportazioni italiane di beni e servizi hanno registrato una battuta d'arresto (-1,9 per cento in volume); già l'anno scorso, quindi prima dell'apprezzamento del cambio e l'inasprimento dei dazi, si erano indebolite. La **dinamica negativa delle vendite fuori dalla UE** risente della netta **contrazione dei flussi verso gli Stati Uniti**.



Fonte: Eurostat

Continua a ridursi il tasso di disoccupazione

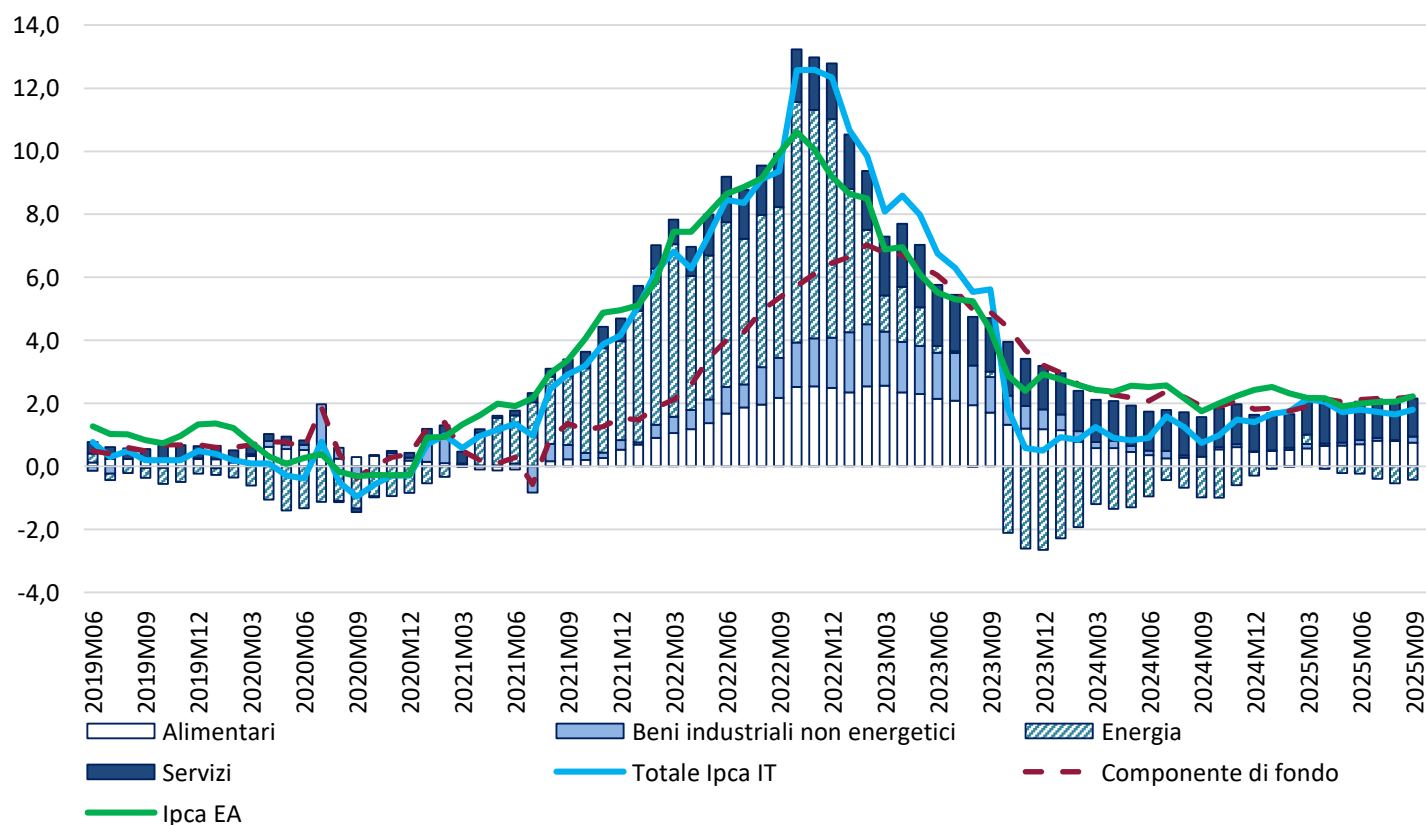
- La dinamica occupazionale è sostenuta dalla componente a tempo indeterminato, seppure indebolita nel secondo trimestre.
- Il tasso di disoccupazione in estate si è ridotto al 6,1 per cento, un valore che non si registrava dal 2007.



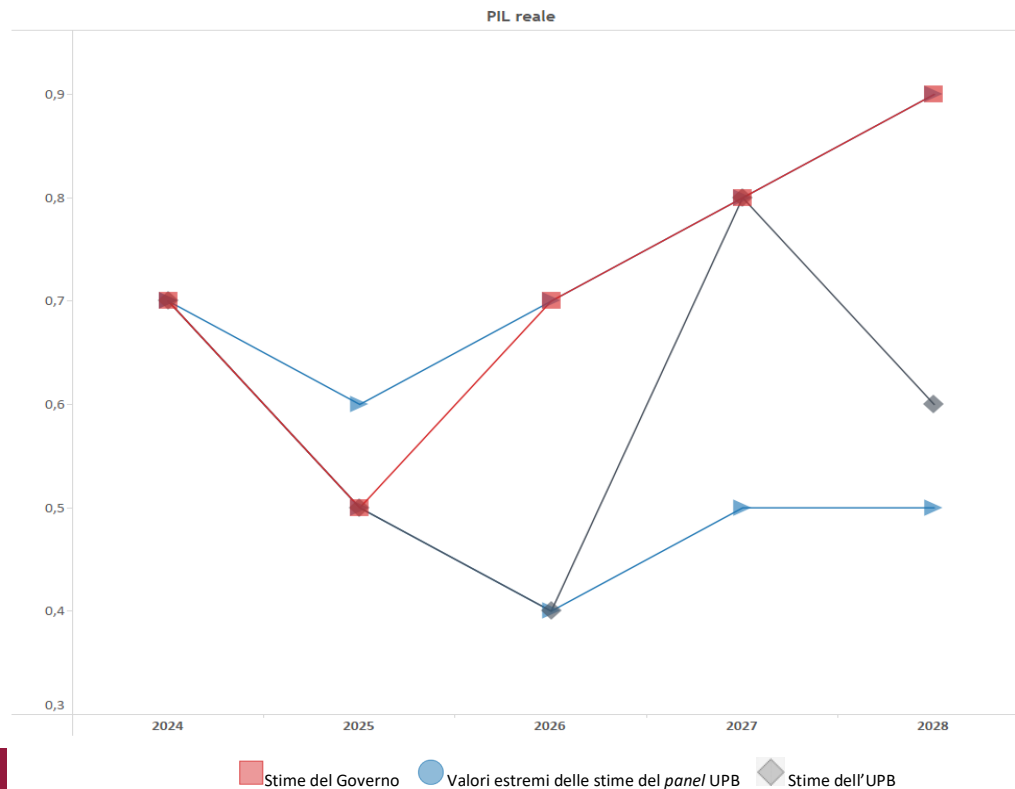
Fonte: Istat

L'inflazione si conferma inferiore a quella europea

L'inflazione italiana è scesa in ottobre all'1,2 per cento (dall'1,6 di settembre), ma i prezzi dei servizi e degli alimentari mostrano più persistenza. **Il differenziale inflazionistico negativo con l'area dell'euro si sta ampliando.**



Le previsioni del MEF sulla crescita del PIL



- Le previsioni del DPFP25 sono state validate dall'UPB, segnalando rischi al ribasso.
- Si prospetta una fase di moderata espansione, (variazione del PIL nella media dell'orizzonte di previsione di poco oltre 0,5 per cento).
- L'attività economica sarebbe sostenuta dal mercato del lavoro e dal PNRR, ma verrebbe frenata dalle tensioni geo-politiche oltre che dall'apprezzamento dell'euro.

Scenari alternativi: Difesa e PNRR

- **Scenario di aumento delle spese per la difesa fino all'1,5 per cento al 2028:** gli impatti sul PIL sono crescenti nel tempo, fino a circa 0,3 punti percentuali sulla crescita degli ultimi anni; in termini cumulati il PIL a fine periodo sarebbe più elevato per quasi un punto percentuale.
- **Impatto di una slittamento al 2027 per progetti PNRR (es. 10 miliardi di euro):** l'effetto stimato rispetto allo scenario di base sulla crescita del PIL è di un calo di 3 decimi di punto nel 2026, di un balzo nel 2027 di 8 decimi e di una nuova riduzione nel 2028.

	2025	2026	2027	2028
Scenario ReArm: la spesa aumenta fino 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: simulazioni UPB

I rischi delle previsioni sono per lo più esterni

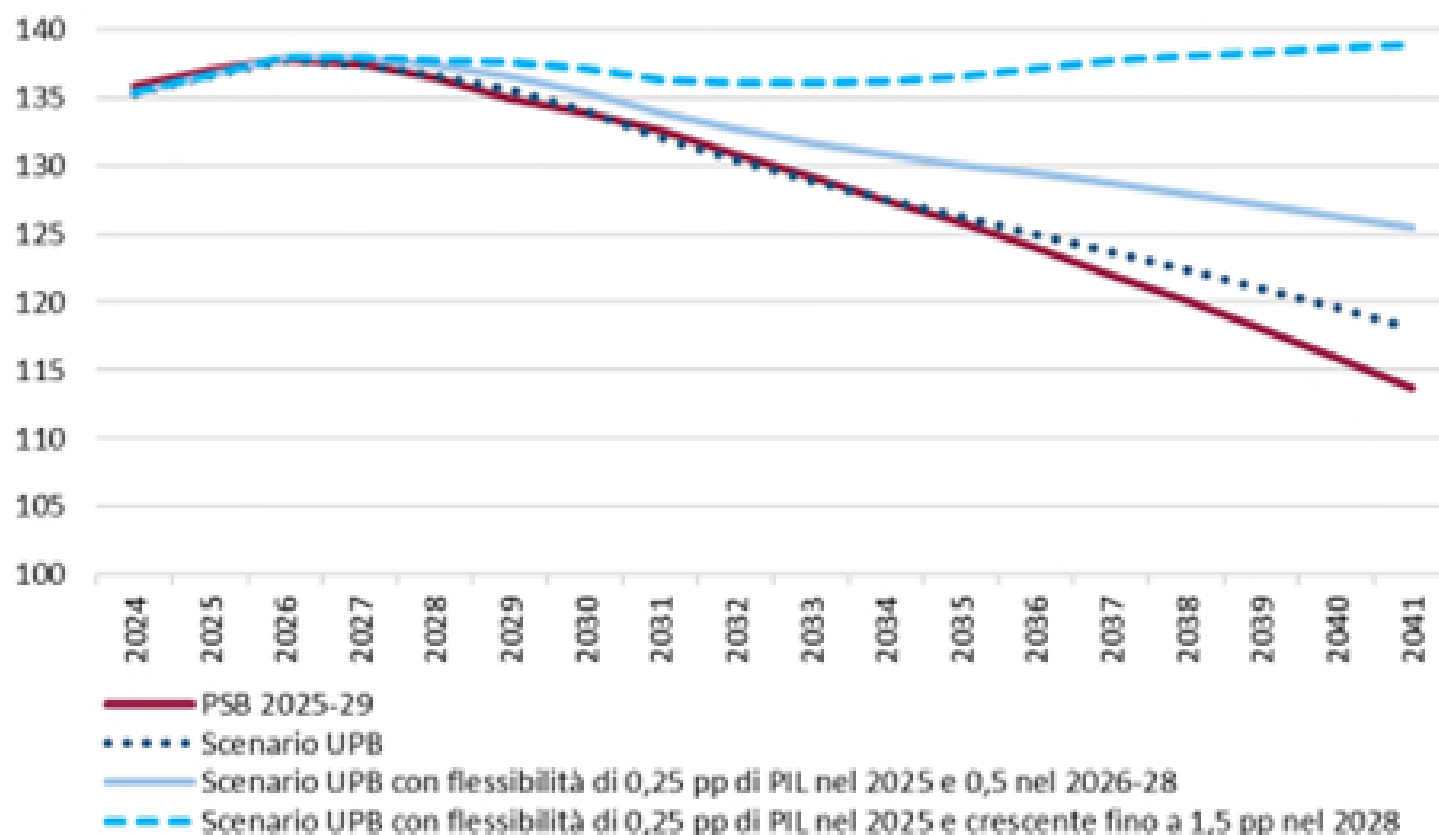
- ✓ Le **tensioni geopolitiche** rappresentano la fonte primaria di incertezza. I conflitti in corso e le restrizioni agli scambi possono causare effetti avversi sull'attività economica, non ancora pienamente dispiegati.
- ✓ In Italia si prospetta una **concentrazione temporale degli investimenti finanziati dal programma NGEU** nel prossimo futuro, che potrebbe generare colli di bottiglia sul lato dell'offerta; oltre la scadenza del PNRR l'accumulazione di capitale pubblico sarà soggetta al reperimento di ingenti risorse nazionali.
- ✓ **I prezzi degli attivi azionari sono elevati** e gli indici di volatilità registrano valori relativamente contenuti, ma il contesto internazionale è così instabile che l'avversione al rischio degli operatori può aumentare anche molto velocemente.
- ✓ Rischi **climatici e ambientali**: le ripercussioni sull'economia possono essere significative anche su orizzonti non lunghi.

La manovra di bilancio

- ✓ **L'indebitamento netto si riduce progressivamente mantenendosi al di sotto della soglia del 3,0 per cento del PIL (già atteso per il 2025) lungo il triennio** di programmazione: nei prossimi anni l'indebitamento scende al 2,8 per cento del PIL nel 2026, al 2,6 nel 2027 e infine al 2,3 per cento nel 2028.
- ✓ **Il debito in rapporto al PIL è previsto crescere nel 2026 e cominciare a ridursi dal 2027**, rimanendo su un sentiero plausibile di discesa anche oltre l'orizzonte della legge di bilancio.
- ✓ Nelle previsioni del Governo **la manovra avrebbe un impatto sulla variazione del PIL marginalmente espansivo nel 2027-28**, per 0,1 punti percentuali in entrambi gli anni. L'UPB stima un analogo effetto sul PIL nell'intero triennio (0,2 punti percentuali), ma con una differente distribuzione temporale.

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.

Il tessuto produttivo

- ✓ Tessuto produttivo composto in prevalenza da PMI
- ✓ Ruolo preminente delle banche in tutte le fasi del ciclo di vita delle imprese
- ✓ Finanziamento prevalente con debito bancario e capitale proprio
- ✓ Limitato il ricorso al capitale azionario, concentrato in capo a singoli investitori; presenza diffusa di imprese familiari
- ✓ Proprietà e controllo tendono a coincidere
- ✓ Di riflesso, scelte tradizionali di risparmio da parte delle famiglie, con prevalenza di depositi e titoli di stato

... soffre di una limitata capitalizzazione

Incentivi fiscali per rafforzare la capitalizzazione

- ✓ La deducibilità degli interessi passivi sul capitale di credito incentiva le imprese a ricorrere all'indebitamento a scapito dell'accumulazione di capitale proprio
- ✓ Incentivi fiscali possono ristabilire la neutralità fiscale tra le due forme di finanziamento e favorire la capitalizzazione, ad es. ACE, detassazione degli utili non distribuiti
- ✓ L'ACE, in vigore in Italia tra il 2011 e il 2024, ha avuto un impatto positivo sugli investimenti dei beneficiari e ridotto la leva finanziaria soprattutto per le imprese più piccole e indebitate

Beneficiari ACE

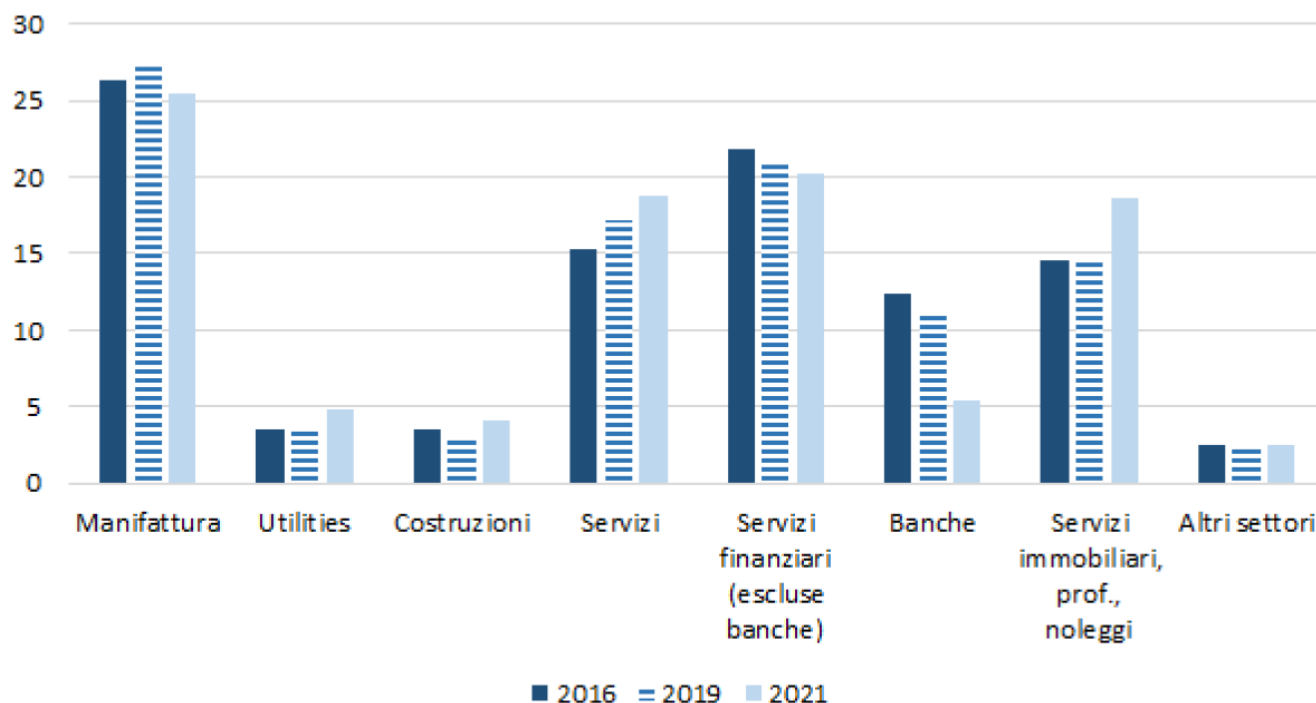
Tab. 4.9 – Beneficiari della deduzione ACE sul totale delle società di capitali
(percentuali)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agricoltura	13,0	13,1	11,9	11,1	11,4	11,6	12,2
Estrazione	27,5	25,4	29,4	27,1	27,3	28,1	31,6
Manifattura	35,3	36,5	36,1	34,1	34,8	34,4	37,5
Utilities	36,0	36,8	36,7	35,7	36,8	37,4	40,4
Costruzioni	18,6	19,4	19,2	18,2	19,0	19,1	21,5
Servizi	22,4	23,4	22,6	20,9	21,4	20,7	23,1
Servizi finanziari	33,4	33,7	33,4	32,3	33,9	34,2	36,2
Banche	82,7	81,7	81,0	74,2	75,3	74,2	75,1
Servizi immobiliari, prof., noleggi	27,9	28,7	28,3	26,8	27,6	27,6	30,2
PA	18,3	18,2	19,0	17,4	19,4	17,8	16,9
Servizi alla persona	15,0	15,8	15,5	14,4	14,9	14,3	16,2
Totale	24,6	25,5	25,0	23,5	24,1	23,8	26,2

Fonte: elaborazioni su dati dell'Agenzia delle entrate e modello UPB.

La deduzione ACE per settori

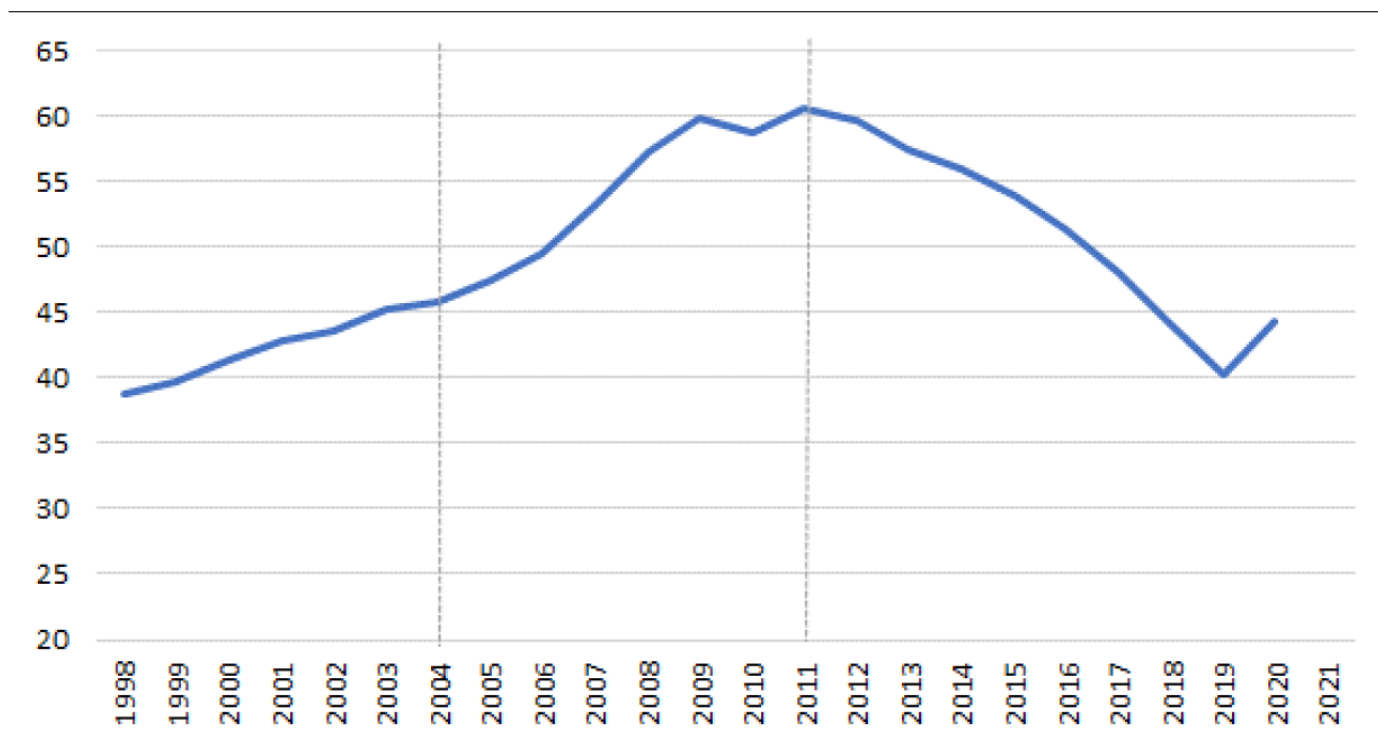
Fig. 4.9 – Deduzione ACE maturata dalle società di capitali per settore
(composizione percentuale)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Agenzia delle entrate e modello UPB.

Si riduce l'incidenza degli impieghi bancari nel periodo di vigenza della misura

Fig. 4.12 – Incidenza degli impieghi bancari delle imprese non finanziarie sul PIL
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Leverage e redditività favorevoli per beneficiari dell'ACE

Tab. 4.11 – Debiti finanziari su totale attivo (*leverage*) e ROE (1)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Leverage (rapporto Totale attivo/Capitale proprio)</i>							
Totale	2,9	2,8	2,8	2,7	2,7	2,5	2,6
Società senza ACE	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	3,2
Società con ACE	2,8	2,7	2,7	2,6	2,5	2,4	2,5
<i>ROE</i>							
Totale	5,3	6,6	7,3	7,2	7,2	5,1	7,8
Società senza ACE	3,2	4,3	6,4	6,5	6,2	3,6	10,1
Società con ACE	6,5	7,9	7,9	7,6	7,7	5,9	7,1

Fonte: elaborazioni su dati dell'Agenzia delle entrate e modello UPB.

(1) Società di capitali attive non finanziarie (escluso il settore della PA).

Incentivi fiscali per investimenti in beni strumentali

- ✓ Deduzioni dalla base imponibile versus crediti d'imposta
- ✓ Trade-off tra controllo della spesa, facilità di accesso alla misura, certezza e tempi del beneficio, capienza fiscale
- ✓ Disegno mirato su beneficiari con minimo rischio di perdita netta, selettivo per tipologia di attività beneficate, beneficio graduato in funzione dell'impatto atteso e della capacità contributiva del beneficiario, meccanismi efficaci di monitoraggio

Distribuzione settoriale dell'ammontare del beneficio

	Maggiorazione ammortamenti			Credito d'imposta		
	I coorte	II coorte	III coorte	IV coorte	V coorte	VI coorte
	Settore					
Agricoltura	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3
Estrazione	0,5	0,4	0,3	2,4	2,4	2,0
Manifattura	78,2	78,7	75,4	62,5	62,2	60,0
Utilities	3,7	3,3	3,3	4,7	3,9	3,9
Costruzioni	2,6	2,8	5,4	8,3	9,5	8,4
Commercio	7	6,1	6,4	9,0	9,4	11,0
Altri servizi	3,5	4,8	2,8	4,7	4,4	5,8
Servizi alla persona	1,6	1,4	2,9	3,1	3,4	3,7
Servizi finanziari	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
Immobiliari, professionali, noleggi	2,5	2,1	3,2	4,9	4,6	4,8
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

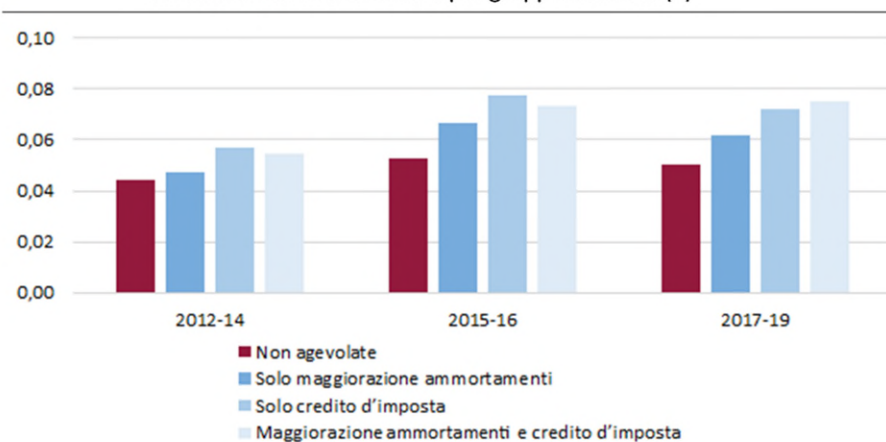
Fonte: elaborazioni su dati delle dichiarazioni dei redditi e con il modello MEDITA dell'UPB.

Distribuzione dimensionale dell'ammontare del beneficio

	Maggiorazione ammortamenti			Credito d'imposta		
	I coorte	II coorte	III coorte	IV coorte	V coorte	VI coorte
	<i>Dimensione</i>					
Micro	4,0	3,3	5,3	8,9	10,7	10,3
Piccole	21,2	20,5	25,8	28,5	34,7	31,4
Medie	24,1	24,7	28,5	26,9	27,9	27,4
Grandi	50,7	51,6	40,4	35,6	26,7	30,9
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazioni su dati delle dichiarazioni dei redditi e con il modello MEDITA dell'UPB.

Tasso di investimento medio per gruppi di società (1)

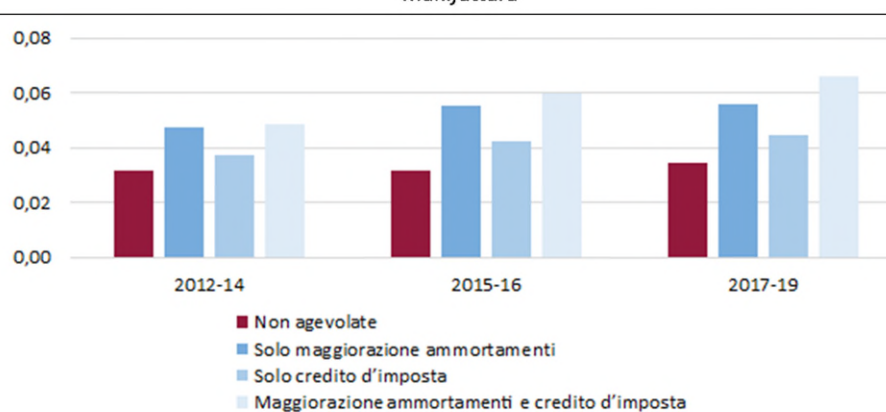


Fonte: elaborazioni con modello MEDITA dell'UPB.

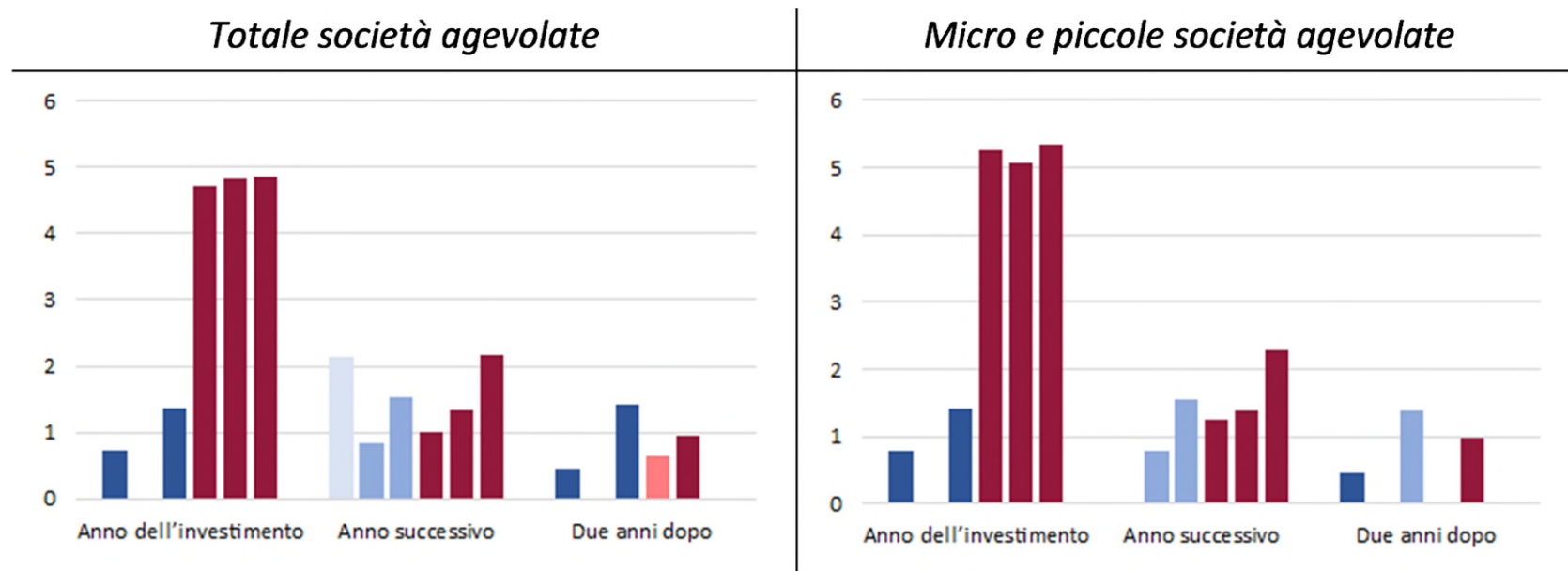
(1) Tasso di investimento definito come investimenti in beni materiali su totale attivo.

La redditività (ROA) nei settori della manifattura, dell'edilizia e dei servizi

Manifattura



Effetti della maggiorazione dell'ammortamento e del credito di imposta sul tasso di investimento (1)

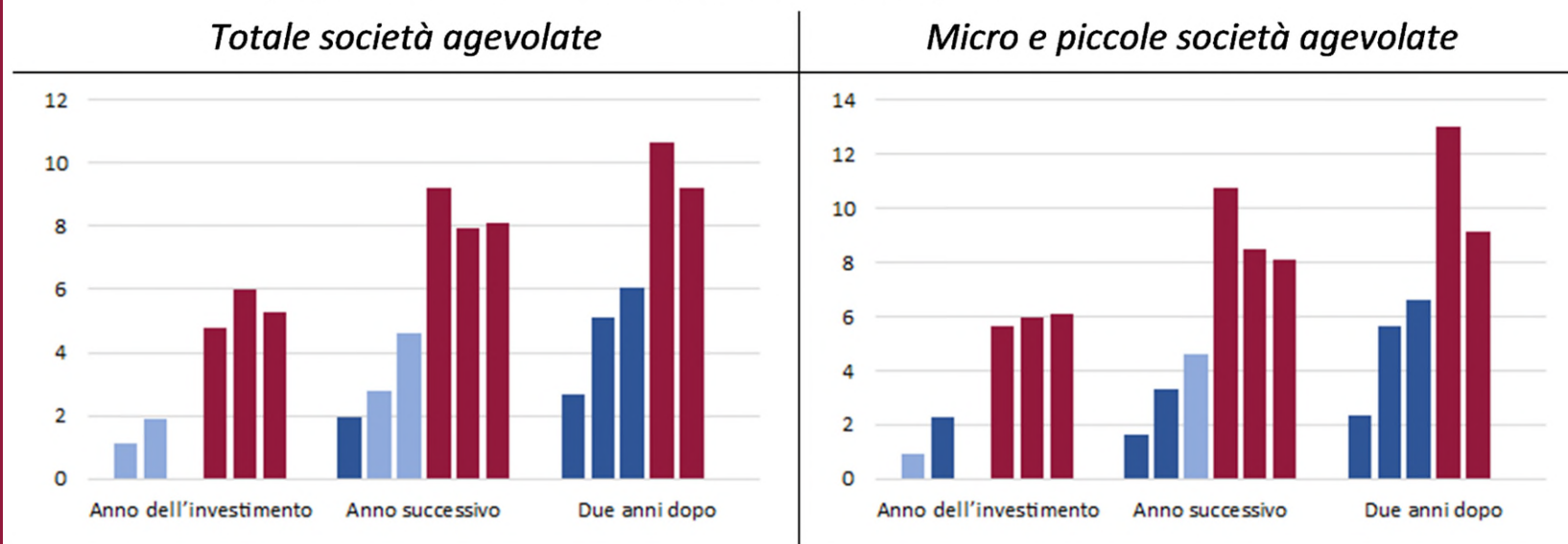


Fonte: elaborazioni con modello MEDITA dell'UPB.

(1) Le coorti delle maggiorazioni sono riportate in blu, quelle dei crediti d'imposta in rosso. La sfumatura meno intensa indica un grado di significatività dei coefficienti di stima più ridotto. L'assenza di una coorte indica la non significatività del coefficiente di stima.

Effetti della maggiorazione dell'ammortamento e del credito di imposta sui dipendenti (1)

(in percentuale del livello pre trattamento)



Fonte: elaborazioni con modello MEDITA dell'UPB.

(1) Le coorti delle maggiorazioni sono riportate in blu, quelle dei crediti d'imposta in rosso. La sfumatura meno intensa indica un grado di significatività dei coefficienti di stima più ridotto. L'assenza di una coorte indica la non significatività del coefficiente di stima.