

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

IL PRESENTE FASCICOLO RACCOGLIE GLI ATTI DEL CONVEGNO «L'ORDINAMENTO FINANZIARIO ITALIANO VERSO IL MERCATO UNICO DEI CAPITALI. IMPATTI PER LE IMPRESE, GLI INTERMEDIARI, I MERCATI, LE AUTORITÀ DI VIGILANZA» TENUTOSI PRESSO L'UNIVERSITÀ CA' FOSCARI VENEZIA I GIORNI 8 E 9 MAGGIO 2025 NELL'AMBITO DEL PRIN_2020 – “AN ANALYSIS OF THE ITALIAN FINANCIAL LEGAL FRAMEWORK VIS-A-VIS THE CAPITAL MARKETS UNION ACTION PLAN: THE PERSPECTIVE OF REGULATORY FRAGMENTATION AND SUSTAINABILITY” (BANDO 2020 PROT. 2020SMP7A7).

NON SONO INCLUSE LE SEGUENTI RELAZIONI, IN QUANTO GIÀ OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SU QUESTA O SU ALTRE RIVISTE:

- A. BROZZETTI, UNIONE BANCARIA E MERCATO UNICO DEI CAPITALI: QUALCHE RIFLESSIONE SU SINERGIE E OSTACOLI ANCHE NELLA PROSPETTIVA DELLA “SIU”, IN EUROPEAN LAW AND FINANCE REVIEW, 2025, I, 90-102.
- G. DESIDERIO, IL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI: PROSPETTIVE DI RIFORMA E CRITICITÀ NELLA RETAIL INVESTMENT UNION, IN QUESTA RIVISTA, 2025, I, 77-103.
- A. SACCO GINEVRI, APPUNTI SU DIRITTO DI RECESSO E MAGGIORAZIONE DEL VOTO, IN RIV. SOC., 2025, II, 372-382.
- M. SEPE, LA DECLINAZIONE NAZIONALE DELLA CAPITAL MARKETS UNION NELLA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEI MERCATI DEL TUF, IN RIV. TRIM. DIR. ECON., 2025, I, 301-321.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Keynote speech

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Il contesto internazionale. – 3. Verso l'unione dei risparmi e degli investimenti. – 4. Uno sguardo all'economia italiana. – 5. Osservazioni conclusive.

1. *Introduzione*

È stato un privilegio contribuire all'avvio dei lavori di questo convegno, che si distingue per l'elevata qualità e rilevanza dei temi affrontati. La ricchezza dei contributi in programma testimonia la vitalità del dibattito scientifico e la capacità di esaminare, con rigore metodologico e prospettive multidisciplinari, questioni complesse per l'ordinamento finanziario italiano e per l'auspicabile completamento del mercato unico dei capitali.

In questo contesto, la mia relazione si propone di offrire un quadro macroeconomico di riferimento e di suggerire alcuni spunti di riflessione sulle implicazioni che l'attuale assetto del mercato dei capitali europeo comporta per l'economia e la finanza pubblica in Italia.

L'architettura odierna del mercato dei capitali in Europa appare, per dimensione e frammentarietà, non pienamente adeguata a fronteggiare le sfide poste da un contesto internazionale sempre più complesso. Sono in corso profonde trasformazioni nell'economia e nella società che richiedono di affrontare per tempo lo sviluppo e la gestione delle nuove frontiere tecnologiche, la transizione demografica, i cambiamenti climatici, così come garantire la sicurezza e l'ordine economico globale. Occorrono risorse massicce per adeguare il sistema produttivo, integrando fondi pubblici e capitali privati.

E tuttavia, il potenziale di sviluppo è significativo: l'area dispone di un ampio bacino di risparmio che potrebbe essere indirizzato verso impieghi più produttivi. Per liberare tali potenzialità è necessario rimuovere barriere, sia nazionali sia comuni, che limitano le operazioni transfrontaliere, frammentano la regolamentazione finanziaria e ostacolano l'accesso al capitale, soprattutto per le imprese giovani e innovative.

La Commissione europea ha presentato il 4 dicembre scorso un ambizioso pacchetto legislativo con l'obiettivo di rimuovere gli ostacoli che si frappongono all'avanzamento dell'Unione dei risparmi e degli investimenti. «Una maggiore armonizzazione delle norme in materia di autorizzazione, di funzionamento e di vigilanza garantirà alle imprese chiarezza giuridica e prevedibilità, consentendo loro di allocare le risorse in modo più efficiente, ampliare le proprie attività e competere in modo più efficace sia all'interno dell'Unione europea che a livello globale»¹.

Mentre la debolezza del mercato dei capitali blocca le potenzialità delle imprese e delle economie europee, la congiuntura internazionale contribuisce a frenare la crescita. Per l'Italia, le prospettive di crescita sono tornate al di sotto della media europea e rimangono esposte a rischi prevalentemente orientati al ribasso. Il nostro tessuto produttivo conta un numero ancora ridotto di imprese innovative e di grandi dimensioni, mentre è limitata l'attività nei settori a più alta intensità tecnologica. Ciò pesa sulle prospettive di crescita potenziale.

In questo quadro, le politiche pubbliche possono esercitare un ruolo decisivo nel creare un ambiente favorevole all'innovazione e alla competitività attraverso misure mirate a sostenere gli investimenti e la capitalizzazione delle imprese, interventi di semplificazione normativa e procedurale lungo l'intero ciclo di vita aziendale, nonché la rimozione delle barriere che limitano la contendibilità dei mercati e l'accesso a fonti di finanziamento diversificate.

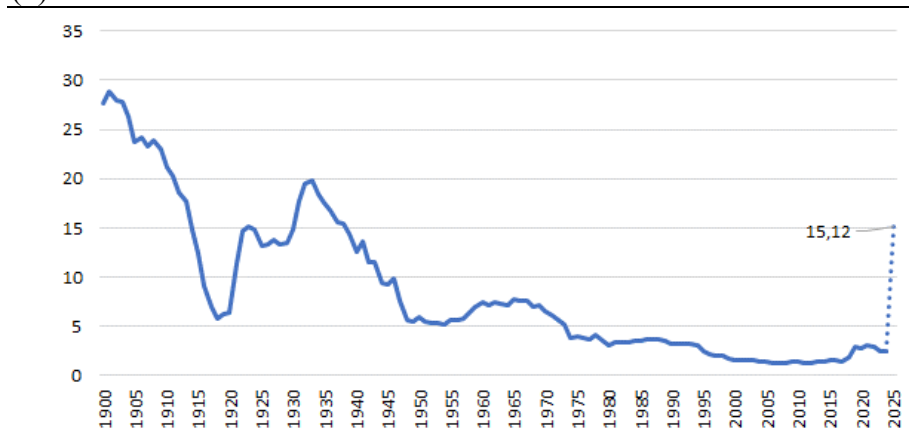
2. Il contesto internazionale

Il contesto internazionale è dominato da uno straordinario livello di incertezza e forti tensioni geopolitiche. Gli indicatori di incertezza globale e del commercio registrano picchi inusitati, vicini per dimensione al massimo registrato durante la pandemia. L'incertezza investe non solo l'entità, il profilo e l'estensione degli aumenti tariffari ma scuote le fondamenta stesse dell'ordine economico globale.

¹ *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European central bank, the European economic and social committee and the committee of the regions*, COM (2025) 940.

L'acuirsi di tensioni protezionistiche innescato dal nuovo corso dell'amministrazione statunitense sta frenando il commercio mondiale e rischia di accentuarne la frammentazione. L'aliquota implicita dei dazi effettivi sulle esportazioni verso gli Stati Uniti è oggi superiore alla media registrata dal secondo dopoguerra di oltre 11 punti percentuali ed è solo di poco inferiore al picco raggiunto negli anni Trenta del secolo scorso (fig. 1). È cresciuto di riflesso il grado di restrizione tariffaria nell'intera economia mondiale.

Fig. 1.1 – Aliquota media effettiva dei dazi degli Stati Uniti
(1)



Fonte: *The Budget Lab at Yale*.

(1) Il dato sul 2025 risulta da una stima che tiene conto anche degli annunci al 1° giugno 2025.

Si profila un'accelerazione nel processo di riorientamento degli scambi internazionali. La geografia di queste riconfigurazioni resta incerta, sia per l'estensione delle dispute commerciali alla quasi totalità dei partner degli Stati Uniti, sia per l'imprevedibilità delle reazioni degli attori coinvolti. Gli sviluppi futuri dipenderanno dalla capacità dei paesi e delle imprese di creare nuovi legami commerciali e di rafforzare quelli esistenti, rimuovendo le barriere, interne ed esterne, che ostacolano una più ampia circolazione di beni, servizi, capitali, persone e conoscenza. In questo quadro, la riorganizzazione delle filiere produttive globali dovrà perseguire un delicato equilibrio tra l'esigenza di assicurare la sicurezza degli approvvigionamenti strategici e il controllo delle

tecnologie di frontiera e, dall'altro lato, la necessità di preservare l'efficienza produttiva e la capacità innovativa.

Neppure il sistema monetario internazionale e i mercati finanziari rimangono indenni di fronte a cambiamenti di tale portata. Dalla primavera di quest'anno si osserva un aumento della volatilità sui mercati azionari, obbligazionari e valutari. Pur essendo state recuperate le perdite seguite agli annunci sulle politiche tariffarie statunitensi del 2 aprile, persistono forti oscillazioni di prezzo nei mercati finanziari unite a segnali di un indebolimento della fiducia nel ruolo del dollaro quale perno del sistema monetario internazionale. Le quotazioni dell'oro, tradizionale bene rifugio nelle fasi di turbolenza, hanno raggiunto nuovi massimi storici e, per la prima volta da decenni, hanno mostrato un andamento divergente rispetto ai titoli sovrani statunitensi.

Le incertezze che gravano sul commercio internazionale, unite a condizioni di marcata volatilità nei mercati finanziari e in alcuni comparti delle materie prime, hanno spinto al ribasso le prospettive di crescita dell'economia globale. Le più recenti previsioni del Fondo monetario internazionale segnalano infatti un rallentamento diffuso dell'attività economica a livello mondiale nel biennio 2025-26, sebbene di entità minore rispetto alle attese del luglio scorso (tab. 1).

Tab. 1 - FMI, World Economic Outlook October 2025

	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

La fragilità del quadro internazionale rende ancora più arduo individuare soluzioni condivise alle grandi questioni globali – dal cambiamento climatico alla duplice transizione verde e digitale, fino alla *governance* delle nuove tecnologie informatiche. Rimane urgente un coordinamento più stretto degli interventi di mitigazione del cambiamento climatico, che coinvolga il maggior numero possibile di

attori. In assenza di un approccio concertato, infatti, misure isolate rischiano di risultare non solo poco efficaci ma ben più onerose. Anche le politiche di adattamento potrebbero beneficiare di una strategia cooperativa, che consenta di ampliare la scala degli interventi e di tener conto, in modo più completo, delle esternalità prodotte dalle diverse azioni intraprese.

Evidenze preliminari dell'Ufficio parlamentare di bilancio indicano che, nel lungo periodo, l'impatto sulla finanza pubblica dei soli eventi climatici estremi risulterebbe oltre cinque volte più contenuto qualora si adottassero politiche comuni finalizzate al raggiungimento della neutralità carbonica entro il 2050.²

Parallelamente, le sfide legate al rafforzamento della resilienza economica, della sicurezza e della stabilità delle relazioni internazionali si intensificano. Al tempo stesso aumentano le pressioni affinché le politiche fiscali nazionali assumano un ruolo più attivo, sia in materia di difesa sia nel sostegno alla crescita. Tuttavia, livelli elevati di debito pubblico in molti paesi, costi di finanziamento in aumento e spazi fiscali eterogenei nei diversi paesi rappresentano elementi di vulnerabilità oltre a costituire vincoli non trascurabili per l'azione di policy.

In Europa, le crescenti pressioni per rafforzare i sistemi di difesa hanno generato, finora, risposte prevalentemente nazionali. La Commissione europea ha invitato gli Stati membri a ricorrere alla clausola di salvaguardia nazionale, al fine di accrescere in modo rapido e coordinato la spesa per la difesa. Tale strumento consentirebbe di incrementare la spesa pubblica in questo ambito che non verrebbe conteggiata per i prossimi quattro anni nel percorso di spesa netta raccomandato dal Consiglio.

Attualmente, 16 Stati membri hanno richiesto l'attivazione della clausola, ma ulteriori domande potrebbero ancora pervenire. La Germania ha annunciato un piano decennale particolarmente ambizioso, mirato a potenziare sia gli investimenti infrastrutturali sia la capacità difensiva del paese. Il finanziamento di tali interventi attraverso il ricorso all'indebitamento, reso possibile dall'allentamento del freno al debito, comporterà un aumento significativo del debito pubblico tedesco nel medio termine. I mercati finanziari hanno già incorporato queste prospettive, riflettendole in un incremento dei

² UPB, *Rapporto sulla politica di bilancio 2025*.

rendimenti sui titoli di Stato tedeschi, con potenziali ripercussioni sul costo del finanziamento per l'intera area dell'euro.

3. *Verso l'unione dei risparmi e degli investimenti*

L'avanzamento verso un'area comune del risparmio e degli investimenti in Europa è oggi più che mai cruciale. Un mercato dei capitali ampio ed efficiente è indispensabile per consentire ai risparmiatori di allocare la ricchezza nel tempo in modo ottimale, accrescendone il valore attraverso opportunità di investimento stabili e redditizie. Esso rappresenta, inoltre, una fonte essenziale di finanziamento per le imprese ed è condizione necessaria per favorire un equilibrato rapporto tra capitale proprio e debito. La disponibilità di capitale di rischio e di strumenti obbligazionari assume un ruolo decisivo nelle fasi del ciclo di vita aziendale orientate all'innovazione tecnologica – dalla trasformazione digitale all'efficientamento energetico – nonché nei processi di crescita dimensionale e di espansione verso nuovi mercati.

Nel confronto con le principali economie avanzate, il mercato dei capitali dell'Unione europea appare significativamente sottodimensionato, oltre che frammentato e disomogeneo tra gli Stati membri. La capitalizzazione di mercato delle borse europee è pari a poco più di un quarto di quella statunitense; nel 2024 ammontava al 73 per cento del prodotto interno lordo nell'Unione rispetto al 270 per cento negli Stati Uniti. Risultano particolarmente deboli i segmenti di mercato legati alla creazione di nuove attività imprenditoriali, quali il *venture capital*, la cartolarizzazione e, più in generale, la raccolta di capitale di rischio.

Per contro, la debolezza del mercato dei capitali in Europa si traduce in una maggiore dipendenza delle imprese dal finanziamento bancario, mentre rimane contenuta la quota di capitale di rischio e, in particolare, di finanziamento azionario. Il credito bancario non è pienamente adeguato per sostenere progetti altamente innovativi, caratterizzati da un elevato grado di rischio e da un potenziale di rendimento altrettanto elevato. Valutare il merito creditizio di iniziative imprenditoriali promettenti ma prive di adeguate garanzie collaterali e con flussi di cassa negativi nel breve periodo è, infatti, complesso. Dal punto di vista delle imprese, inoltre, il costo del credito può risultare particolarmente

oneroso proprio nelle fasi iniziali dell'attività, limitando la capacità di espansione e crescita dimensionale.

Le differenze nei modelli di finanziamento – più orientato al credito bancario in Europa e più basato sul mercato dei capitali negli Stati Uniti – si riflettono nelle dinamiche degli investimenti e nelle caratteristiche del tessuto produttivo. A fronte di andamenti simili degli investimenti complessivi nel periodo post-pandemico, la crescita risulta essere trainata principalmente dalla componente pubblica in Europa, mentre quella privata fatica a tenere il passo degli Stati Uniti. Un'ampia evidenza empirica mostra che l'accesso al mercato dei capitali favorisce investimenti per la crescita dimensionale, l'adozione di tecnologie avanzate e l'innovazione di prodotto. Secondo analisi della Banca europea per gli investimenti, le imprese che possono emettere azioni per finanziare nuovi prodotti o servizi registrano tassi di crescita degli investimenti superiori di circa 7 punti percentuali rispetto alle altre e hanno una probabilità più elevata di circa 13 punti percentuali di sviluppare nuovi prodotti.³

Gli Stati Uniti, grazie a una quota di finanziamento in capitale di rischio molto più elevata rispetto all'Europa, presentano imprese mediamente più grandi, più dinamiche e con una maggiore presenza nei settori ad alta intensità tecnologica. Queste differenze contribuiscono in misura rilevante a spiegare il divario di produttività e capacità tecnologica che separa le due sponde dell'Atlantico.

Eppure, il mercato europeo presenta un potenziale straordinario. Il tasso di risparmio delle famiglie, pari al 15 per cento del reddito disponibile, è quasi doppio rispetto a quello degli Stati Uniti. La ricchezza finanziaria superava i 35 trilioni di euro nel 2024, mentre il flusso annuale di risparmio ammontava a circa 1,5 trilioni. Si tratta di una capacità di raccolta ingente, che tuttavia risulta solo parzialmente utilizzata. Poco meno di un terzo della ricchezza finanziaria complessiva è detenuto in contante; la parte restante è investita prevalentemente in depositi bancari e titoli sovrani. Rispetto agli Stati Uniti, la quota di investimenti azionari è sensibilmente più contenuta, così come risulta molto inferiore la dotazione di attività finanziarie pro capite. Nonostante livelli di risparmio più elevati, nell'ultimo decennio

³ EIB – *European Investment Bank* (2025), *Innovation, integration and simplification in Europe*, EIB Investment Report 2024/2025.

la ricchezza finanziaria in Europa è quindi cresciuta a un ritmo decisamente più lento di quello statunitense, pari a circa un terzo.

Criticità rilevanti emergono anche osservando la struttura interna del mercato europeo. I mercati dei capitali risultano fortemente sottodimensionati in numerosi paesi dell'Europa centrale, orientale e meridionale; persistono ampie eterogeneità tra Stati membri negli standard di regolazione, trasparenza, tassazione ed efficienza; permangono barriere all'ingresso per gli investimenti transfrontalieri e una limitata attrattività nei confronti degli investitori extra-UE. A ciò si aggiunge la scarsa disponibilità di strumenti comuni sia per il finanziamento sovrano sia per la raccolta di capitale di rischio.

Molto è stato realizzato, soprattutto a seguito della crisi finanziaria globale, ma molto resta ancora da fare. È necessario rafforzare i segmenti più deboli del mercato, sviluppando un vero mercato europeo per le cartolarizzazioni e per il *venture capital*; potenziare le attività transfrontaliere mediante la rimozione delle barriere nazionali e l'adozione di *standard* comuni in materia di regolazione, trasparenza, vigilanza e sicurezza; promuovere piattaforme condivise per la negoziazione delle transazioni finanziarie. Attualmente nell'Unione operano 14 piattaforme per la sola negoziazione dei titoli e 32 per il deposito, per lo più organizzate su base nazionale e dunque frammentate. In prospettiva, risulta cruciale dotarsi di una piattaforma europea unica sia per la negoziazione sia per la custodia dei titoli, in grado di competere efficacemente sui mercati globali.

4. *Uno sguardo all'economia italiana*

Il deterioramento del contesto internazionale si riflette inevitabilmente sulle prospettive dell'economia italiana. Nel Documento di finanza pubblica dello scorso aprile, il Governo aveva dimezzato le previsioni di crescita per l'anno in corso e rivisto lievemente al ribasso quelle per il 2026. Il Documento programmatico di finanza pubblica dello scorso ottobre ha limato ulteriormente al ribasso le previsioni tendenziali per il biennio 2026-27, mentre prevede un lieve impulso espansivo, pari a 0,1 punti percentuali, nel 2027-28 per effetto della manovra di bilancio 2026. L'UPB ha validato l'intero quadro macroeconomico tendenziale e programmatico.

Nel 2024 il PIL reale è aumentato dello 0,7 per cento, in linea con il ritmo dell'anno precedente e, per la prima volta dal periodo pandemico, inferiore a quello dell'area dell'euro. Alla crescita hanno contribuito in misura analoga la domanda interna al netto delle scorte e la domanda estera. L'inflazione si è ridotta sensibilmente, scendendo all'1,0 per cento; il calo ha interessato anche la componente di fondo, tradizionalmente più vischiosa. Il mercato del lavoro ha continuato a mostrare una dinamica favorevole: gli occupati sono aumentati dell'1,6 per cento e le ore lavorate di circa l'1,0 per cento nell'industria e oltre il 2 per cento nei servizi. Gli incrementi sono stati particolarmente significativi nel Mezzogiorno, sebbene il divario nei livelli di reddito e produzione rispetto al Nord rimanga ampio. Il tasso di disoccupazione continua a diminuire, avvicinandosi al 6,0 per cento nel corso dell'anno. Le retribuzioni reali sono cresciute, pur recuperando solo parzialmente la perdita di potere d'acquisto accumulata dal 2021.

Nel primo trimestre dell'anno in corso, il PIL è aumentato dello 0,3 per cento in termini congiunturali, al di sotto della media dell'Unione europea; il secondo trimestre ha registrato una contrazione dello 0,1 per cento, mentre nel terzo è prevalsa una sostanziale stagnazione. La crescita acquisita per il 2025 è pari allo 0,5 per cento. La dinamica congiunturale è trainata principalmente dalla domanda interna, con un lieve aumento dei consumi e un recupero degli investimenti, tornati a crescere a ritmi sostenuti già nella parte finale del 2024. Il contributo della domanda estera è rimasto marginale, nonostante l'accelerazione delle esportazioni nel primo trimestre.

Nel settore manifatturiero, dopo i lievi segnali di ripresa emersi tra la fine del 2024 e l'inizio dell'anno in corso, il tono congiunturale rimane debole e non si intravede una inversione di tendenza a breve termine. L'attività nelle costruzioni, pur in rallentamento rispetto alle dinamiche sostenute che hanno caratterizzato il post-pandemia, è ancora vivace e non sembra risentire in modo significativo del ridimensionamento degli incentivi fiscali all'edilizia residenziale. Al contrario, l'attività nei servizi ristagna. Il clima di fiducia si mantiene complessivamente debole, soprattutto dal lato delle imprese.

La moderata espansione dell'attività economica, in continuità con gli andamenti degli ultimi due anni, suggerisce che si sia ormai esaurita la spinta derivante dalla forte ripresa del biennio post-pandemico. Nelle stime di consenso, le potenzialità di crescita dell'economia italiana

restano modeste, condizionate da tendenze demografiche sfavorevoli e da una dinamica della produttività contenuta.

Nel periodo post-pandemico, la produttività del lavoro ha ristagnato in un contesto in cui il mercato del lavoro ha evidenziato una sorprendente capacità di generare occupazione, recuperando rapidamente e poi superando i livelli precedenti alla crisi. L'erosione dei salari reali dovuta alla fiammata inflazionistica ha contribuito a sostenere la domanda di lavoro, ma ha al tempo stesso favorito una riduzione dell'intensità di capitale e una riallocazione dell'occupazione verso settori a più basso valore aggiunto.

Il ritorno a dinamiche di crescita moderate non è, tuttavia, un destino inevitabile. La progressiva contrazione della forza lavoro indotta dalla transizione demografica potrà essere almeno in parte compensata da un aumento dei tassi di partecipazione, in particolare tra donne e giovani, per i quali negli ultimi anni si sono registrati progressi significativi. I flussi migratori possono contribuire a colmare le carenze di manodopera che già emergono in settori come il turismo e le costruzioni; in prospettiva, sarà cruciale rafforzare la capacità di attrarre lavoratori qualificati. Sotto questo profilo, la distribuzione per titolo di studio del saldo migratorio risulta sfavorevole nel confronto internazionale: la quota di immigrati con almeno un titolo universitario è pari al 13,9 per cento, contro una media europea del 31,8 per cento, mentre è elevato il numero di laureati italiani che cercano all'estero opportunità professionali più coerenti con le proprie aspettative di carriera e di crescita⁴.

Compensare integralmente gli effetti di una demografia avversa richiederà, in ultima analisi, un deciso cambio di passo volto a innalzare in modo persistente la produttività. In questo quadro, un significativo elemento di discontinuità rispetto all'esperienza degli ultimi decenni è rappresentato dal Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), che mobilita risorse ingenti con l'obiettivo di accelerare le transizioni tecnologiche – in particolare quella verde e digitale – promuovere la coesione territoriale e sociale, sostenere l'istruzione e la ricerca,

⁴ Si veda l'audizione della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio presso la Commissione parlamentare di inchiesta sugli effetti economici e sociali derivanti dalla transizione demografica in atto, 8 maggio 2025.

potenziare il sistema sanitario e adeguarlo alle esigenze di una popolazione che invecchia.

Il Piano può incidere in modo rilevante sulle potenzialità di crescita, non tanto per l'entità della spesa in sé – che si riflette soprattutto sugli andamenti congiunturali – quanto per la capacità di trasformare l'ambiente produttivo e sociale. La leva decisiva sarà la capacità di innovare: diffondere e adottare su larga scala tecnologie di frontiera, rafforzare le competenze professionali, sostenere l'imprenditorialità e accrescere la competitività del sistema produttivo. A tal fine sarà determinante garantire continuità, anche oltre l'orizzonte temporale del Piano, ai progetti di potenziamento infrastrutturale e agli interventi di riforma dei mercati e delle Amministrazioni pubbliche, sostenendo parallelamente i processi di accumulazione di capitale fisico e umano.

I cambiamenti strutturali richiedono tempo per essere realizzati e per dispiegare appieno i loro effetti. Analisi dell'UPB indicano che una progressiva convergenza verso gli *standard* europei di partecipazione al mercato del lavoro potrebbe aumentare la produttività del lavoro, con un impatto significativo sul potenziale di crescita – stimabile nell'ordine di un punto percentuale nel lungo periodo. La produttività dell'economia dipende inoltre dall'efficienza con cui le Amministrazioni pubbliche erogano servizi e prestazioni sull'intero territorio nazionale e gestiscono i processi di spesa e di prelievo fiscale.

Nonostante la debolezza del quadro macroeconomico, l'andamento della finanza pubblica è rimasto in linea con gli obiettivi programmatici di graduale consolidamento dei conti. Il 2024 si è chiuso con un indebitamento netto pari al 3,4 per cento del PIL, in forte diminuzione rispetto al 7,2 per cento dell'anno precedente e inferiore alle stime contenute nei documenti programmatici. Il saldo primario è tornato positivo dopo quattro anni, confermando la tendenza verso un ritorno alla normalità dopo le emergenze pandemica ed energetica.

Il miglioramento del quadro tendenziale deriva da una riduzione significativa della spesa rispetto all'anno precedente, riconducibile in larga parte al ridimensionamento degli effetti del Superbonus, e dal buon andamento delle entrate. La dinamica delle entrate è risultata favorevole sia rispetto all'anno precedente sia rispetto alle previsioni formulate in corso d'anno, trainata soprattutto dall'imposta sui redditi. Le ritenute sul lavoro dipendente hanno beneficiato dell'aumento delle retribuzioni registrato nell'economia e, in particolare, dell'incremento

delle retribuzioni medie; il buon andamento del mercato del lavoro e il graduale recupero dei salari prefigurano il protrarsi di tendenze positive anche nel medio termine.

Il debito pubblico è tornato a crescere in rapporto al PIL dopo tre anni consecutivi di calo, raggiungendo a fine 2024 il 135,3 per cento, un valore leggermente inferiore alle attese. L'aumento riflette il peggioramento della componente di aggiustamento stock-flussi, legato agli effetti di cassa del Superbonus, e, in misura minore, il differenziale divenuto sfavorevole tra costo medio del debito e crescita del PIL nominale. Una gestione attenta delle scadenze e delle emissioni ha consentito di mantenere elevata la vita media residua del debito delle Amministrazioni pubbliche (7,9 anni) e dello stock dei titoli di Stato (7 anni). Un ampio orizzonte di vita residua permette di pianificare le nuove emissioni in modo da sfruttare condizioni di mercato favorevoli e accresce la resilienza del debito a eventuali improvvise tensioni finanziarie.

L'anno in corso segna l'avvio del nuovo ciclo di programmazione quinquennale previsto dal Piano strutturale di bilancio 2025-29. Il Piano prevede una progressiva riduzione dell'indebitamento netto, che scenderebbe sotto il 3 per cento del PIL nel 2026, consentendo l'uscita dalla procedura per disavanzi eccessivi nel 2027. Alla fine del periodo, il disavanzo si attesterebbe all'1,8 per cento. Lo sforzo annuale di aggiustamento – una riduzione del saldo primario strutturale di circa mezzo punto percentuale di PIL in media – è leggermente inferiore alla traiettoria di riferimento della Commissione europea, pur prevedendo aggiustamenti più intensi nei primi anni del Piano.

Il Piano si fonda su previsioni macroeconomiche di medio termine validate dall'UPB. Le stime per il PIL 2024, al netto delle revisioni dei conti trimestrali, si sono dimostrate accurate. Il percorso di consolidamento, improntato a prudenza e responsabilità, appare coerente con una plausibile riduzione del rapporto debito/PIL nel medio termine. Dopo il picco previsto nel 2026, il rapporto inizierebbe a diminuire gradualmente fino alla fine del Piano e per tutto il decennio successivo, raggiungendo il 113,7 per cento nel 2041. Le analisi condotte dall'UPB in sede di valutazione del Piano indicano che tale dinamica sarebbe robusta anche in presenza di condizioni macro-finanziarie meno favorevoli, in linea con l'esperienza storica, e di ipotesi più caute riguardo all'andamento del prodotto potenziale.

Alla luce dell'aggiornamento del quadro programmatico di finanza pubblica pubblicato lo scorso ottobre, il percorso del debito risulterebbe lievemente più favorevole rispetto a quanto previsto nel Piano strutturale fino al 2027, per poi allinearsi all'obiettivo nel periodo successivo. Sul profilo del debito continueranno a pesare gli effetti di cassa del Superbonus; al contrario, la realizzazione degli obiettivi di privatizzazione – pari complessivamente a 0,8 punti percentuali di PIL nel triennio 2025-27 – e la riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro dovrebbero contribuire positivamente alla dinamica del rapporto debito/PIL.

L'impostazione prudente della politica di bilancio ha contribuito a rafforzare la credibilità del percorso di risanamento dei conti pubblici, con benefici evidenti nella valutazione del merito di credito sovrano da parte dei mercati finanziari. Circa un terzo del debito pubblico è detenuto da investitori esteri, mentre poco più del 14 per cento è nei portafogli delle famiglie e delle imprese non finanziarie residenti. Ogni anno il Tesoro colloca nuove emissioni di titoli di Stato per importi molto rilevanti: per il 2025, l'UPB stima emissioni nette – al netto dei programmi dell'Eurosistema – pari a 173 miliardi di euro.

In tale contesto, anche variazioni moderate dei rendimenti all'emissione possono avere effetti significativi sulla spesa per interessi. Secondo stime UPB, una diminuzione permanente del tasso medio all'emissione pari a 100 punti base genererebbe, nell'arco di tre anni, un risparmio complessivo pari a circa 21 miliardi di euro nel servizio del debito. Un impegno di risanamento credibile contribuisce dunque ad accelerare la riduzione del disavanzo e la discesa del rapporto debito/PIL, liberando nel tempo risorse che potrebbero essere destinate a usi produttivi e socialmente rilevanti.

Mantenere una linea di prudenza e responsabilità è tanto più importante in un contesto caratterizzato da un'elevata incertezza macroeconomica e da molteplici rischi per la finanza pubblica. Un andamento dell'attività economica significativamente diverso rispetto a quello incorporato negli scenari programmatici potrebbe infatti allontanare i saldi di bilancio e la traiettoria del debito dal percorso desiderato, rendere necessari interventi correttivi o far emergere nuove priorità di spesa. In questo quadro, indicare tempestivamente le linee di indirizzo che si intendono perseguire contribuisce ad ancorare le

aspettative degli operatori e a mantenere elevata la fiducia nell'impegno di risanamento.

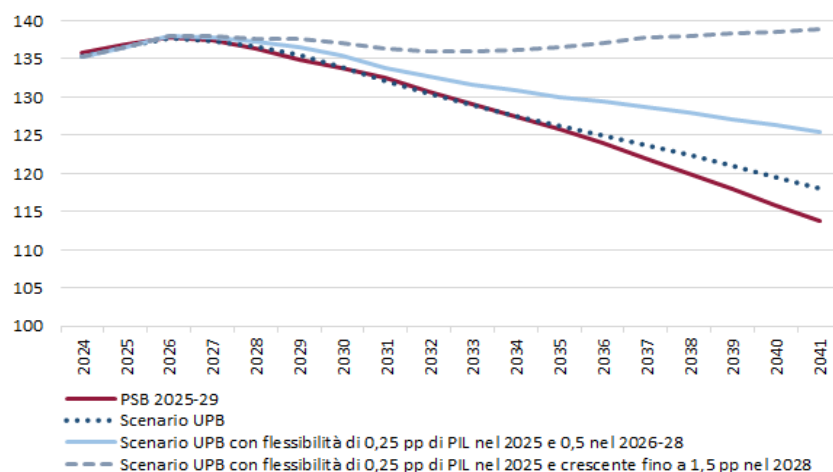
Le previsioni di crescita aggiornate nel Documento programmatico di finanza pubblica, pur riflettendo il peggioramento del quadro internazionale, non hanno reso necessario modificare gli obiettivi programmatici del Piano strutturale, anche grazie a entrate più favorevoli del previsto. Nel medio termine, tuttavia, i rischi rimangono prevalentemente orientati al ribasso. Pesa la fragilità del contesto globale; sul fronte interno, risulta cruciale accelerare la transizione verso un sistema produttivo più resiliente, competitivo e sostenibile. L'attuazione tempestiva del PNRR e la prosecuzione del percorso di riforma e di sostegno agli investimenti delineato nel Piano strutturale di bilancio rappresentano, in tal senso, opportunità decisive.

Contestualmente, si rafforzano le pressioni sulla spesa per la sicurezza e la difesa, anche alla luce degli impegni assunti in sede internazionale. Il ricorso all'indebitamento in una fase di transizione per accogliere un aumento permanente della spesa per la difesa in rapporto al PIL potrebbe avere effetti significativi sul percorso di riduzione del debito.

Secondo le simulazioni UPB, un utilizzo parziale della flessibilità consentita dalla clausola di salvaguardia nelle nuove regole europee – che faccia progressivamente aumentare la spesa per la difesa fino allo 0,5 per cento del prodotto interno lordo – sarebbe compatibile con il mantenimento del debito su un sentiero discendente nel medio termine (fig. 2).

Al contrario, l'uso integrale della clausola di salvaguardia, con un aumento della spesa di difesa pari a 1,5 punti percentuali di PIL, farebbe aumentare il rapporto debito/PIL e richiederebbe uno sforzo aggiuntivo di consolidamento nel successivo Piano strutturale di bilancio.

Fig. 2 – Evoluzione del debito pubblico (in percentuale del PIL)



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

5. Osservazioni conclusive

La crescente complessità del quadro internazionale rende essenziale un rafforzamento del ruolo economico e politico dell'Europa. Per l'economia europea, come per l'Italia, la variabile strategica è rappresentata dalla capacità di innovazione: essa costituisce il presupposto per ridurre il divario tecnologico nei confronti dei principali partner commerciali e per accelerare la trasformazione del modello produttivo europeo. In questo senso, l'orientamento delle politiche è delineato con chiarezza dalla Bussola per la competitività oltre che dai diversi piani e indirizzi strategici ispirati dai Rapporti Draghi e Letta⁵.

Sarebbe auspicabile proseguire nel solco tracciato da Next Generation EU per promuovere soluzioni condivise ai problemi comuni. Azioni coordinate, insieme a strumenti e risorse comuni, sono

⁵ M. DRAGHI, "The future of European competitiveness", European Commission, 2024; E. LETTA, "Much More Than a Market-Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens", European Commission, 2024.

indispensabili per la produzione dei beni pubblici europei e per il pieno funzionamento del mercato unico, che rappresenta un cruciale punto di forza dell'Europa. È urgente rimuovere le barriere, nazionali e comuni, che ancora frammentano i mercati europei e sviluppare appieno le notevoli potenzialità dell'Unione dei risparmi e degli investimenti. Avanzare nell'attuazione dei principi del Pilastro europeo dei diritti sociali contribuirà a garantire che i benefici della crescita siano equamente distribuiti tra paesi e gruppi sociali.

La complessità del quadro internazionale rende parimenti essenziale mantenere una linea di prudenza e responsabilità nella gestione dei conti pubblici. La politica di bilancio nazionale dovrà trovare un equilibrio tra la necessità di rispondere a priorità vecchie e nuove e l'esigenza di preservare finanze pubbliche solide. Ciò richiede visione strategica e trasparenza.

Gli obiettivi del Piano strutturale di bilancio e del PNRR delineano un percorso chiaro per il consolidamento fiscale e per accompagnare le trasformazioni economiche e sociali necessarie a sbloccare il potenziale di crescita del Paese. Occorre dare continuità alle azioni di riforma previste, sostenendo contestualmente i processi di accumulazione e adeguamento del capitale fisico e umano.

La ritrovata normalità della finanza pubblica dopo le crisi pandemica ed energetica impone di superare interventi emergenziali e misure provvisorie, a favore di un disegno più organico, stabile e orientato alla sostenibilità nel lungo periodo. Si apre una stagione di scelte impegnative, che richiama la politica alla responsabilità di definire con chiarezza le priorità verso cui indirizzare le risorse disponibili. La sostenibilità e l'efficacia dei principali istituti dello Stato sociale dipendono dalla capacità di predisporre misure adeguate a rispondere a bisogni in continua evoluzione.

Una programmazione di bilancio trasparente contribuisce ad ancorare le aspettative dei mercati, delle imprese e delle famiglie, creando condizioni favorevoli per interventi di ampio respiro e scelte lungimiranti. Disporre per tempo di un quadro completo delle prospettive dell'economia e della finanza pubblica nel medio termine è garanzia di trasparenza dell'azione pubblica e presupposto per un pieno e informato confronto democratico sulle scelte di bilancio. La solidità della finanza pubblica, infatti, non si basa soltanto sulla prudenza nella gestione dei conti, ma richiede l'esistenza di linee di indirizzo chiare,

capaci di orientare l'azione pubblica di fronte a scenari inattesi o avversi. In un contesto caratterizzato da elevata incertezza, la politica di bilancio può e deve costituire un'ancora per la stabilità del sistema economico.