

EMBARGO FINO ALLE ORE 10:45

Associazione Bancaria Italiana
Assemblea degli Associati

***Il sistema economico e finanziario
tra incertezza e innovazione***

Intervento del Governatore della Banca d'Italia
Fabio Panetta

Roma, 15 luglio 2026

1. L'economia internazionale

L'economia mondiale attraversa una fase di transizione, influenzata da due forze di segno opposto. La prima è lo shock generato dal conflitto in Medio Oriente, che ha provocato rincari energetici, accresciuto l'incertezza e riaperto timori di strozzature nelle catene di approvvigionamento. La seconda è la diffusione dell'intelligenza artificiale, che sostiene gli investimenti, il commercio di beni e servizi ad alta tecnologia, gli andamenti azionari e – con essi – la ricchezza e i consumi delle famiglie.

Gli effetti di queste due forze non sono uniformi. Gli Stati Uniti beneficiano della minore esposizione agli shock energetici e dell'elevata capacità di sviluppare e applicare le nuove tecnologie. In Cina, la crescita trae sostegno dalle esportazioni manifatturiere e tecnologiche, ma resta condizionata dalla dipendenza dall'estero per le forniture energetiche.

Nell'area dell'euro, l'aumento dei costi dell'energia ha aggravato un quadro già segnato da bassa crescita. La diversificazione delle fonti e delle forniture ha reso l'area meno vulnerabile rispetto al passato, ma repentini rincari di gas e petrolio continuano a pesare su economie ancora dipendenti dalle importazioni di combustibili fossili. Anche il contributo dell'intelligenza artificiale agli investimenti è più contenuto che altrove.

Nei mesi successivi all'inizio del conflitto, il clima di fiducia delle famiglie è peggiorato; le prospettive per le imprese dei servizi si sono indebolite. L'inflazione oscilla attualmente intorno al 3 per cento, e si manterrebbe al di sopra di tale valore fino all'inizio del 2027.

Dopo l'attenuazione delle tensioni registrata nelle scorse settimane, negli ultimi giorni la ripresa delle ostilità si è accompagnata a nuovi rialzi dei prezzi del petrolio e del gas, confermando la fragilità del quadro macroeconomico.

La politica monetaria si trova nuovamente a gestire un equilibrio delicato, con un'economia in rallentamento e un'inflazione superiore all'obiettivo del 2 per cento. L'aumento dei tassi di interesse di 25 punti base deciso dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea nella riunione di giugno ha rappresentato una prima risposta, misurata, alla prevalenza di rischi al rialzo per l'inflazione.

Nel vagliare le prossime decisioni, il Consiglio valuterà con attenzione l'andamento dei mercati energetici, l'evoluzione del quadro congiunturale e le dinamiche dei salari e dei prezzi di beni e servizi. L'obiettivo è preservare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione, limitando gli effetti indiretti e di secondo impatto degli shock.

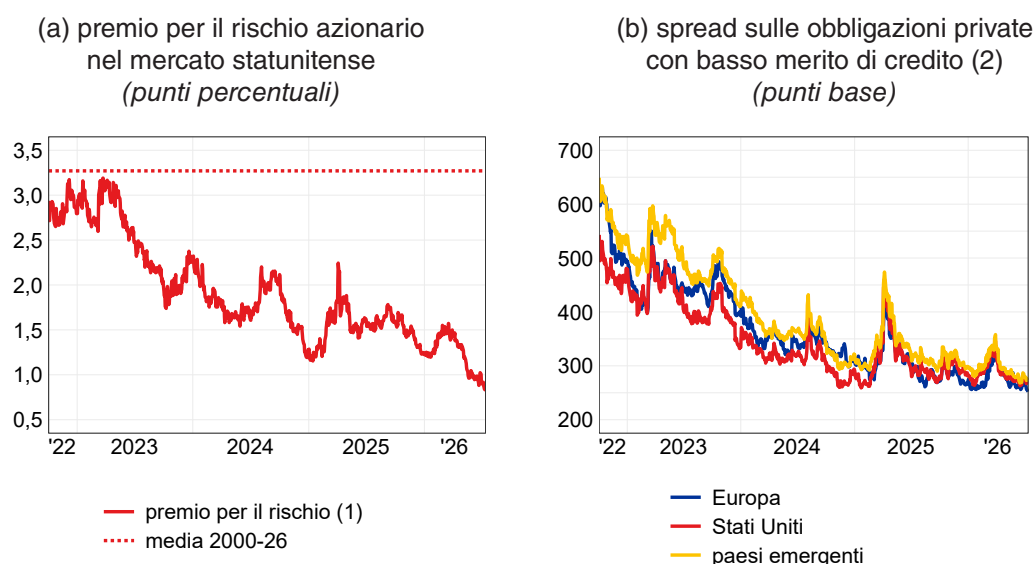
2. I mercati finanziari internazionali

Alla fine di febbraio, l'avvio del conflitto tra Stati Uniti e Iran ha provocato tensioni diffuse sui mercati finanziari internazionali. Sono aumentate la volatilità e l'avversione al rischio; le quotazioni azionarie sono scese, i premi per il rischio si sono ampliati e si sono registrati deflussi di capitali dai mercati emergenti. Il rincaro dell'energia ha alimentato le aspettative di inflazione e indotto una revisione delle attese sulle politiche monetarie, contribuendo al deciso rialzo dei tassi di interesse su diverse scadenze.

Le tensioni sono poi rientrate, al prospettarsi di una tregua. Già in aprile i mercati borsistici sono tornati a salire, raggiungendo nuovi massimi in alcuni comparti. I premi per il rischio sulle azioni e sulle obbligazioni con basso merito di credito sono nuovamente diminuiti (fig. 1). Anche i rendimenti dei titoli governativi si sono ridotti; restano però superiori ai livelli precedenti il conflitto, soprattutto nei paesi con condizioni di finanza pubblica meno favorevoli.

Figura 1

Premi per il rischio azionario e differenziali di rendimento delle obbligazioni private



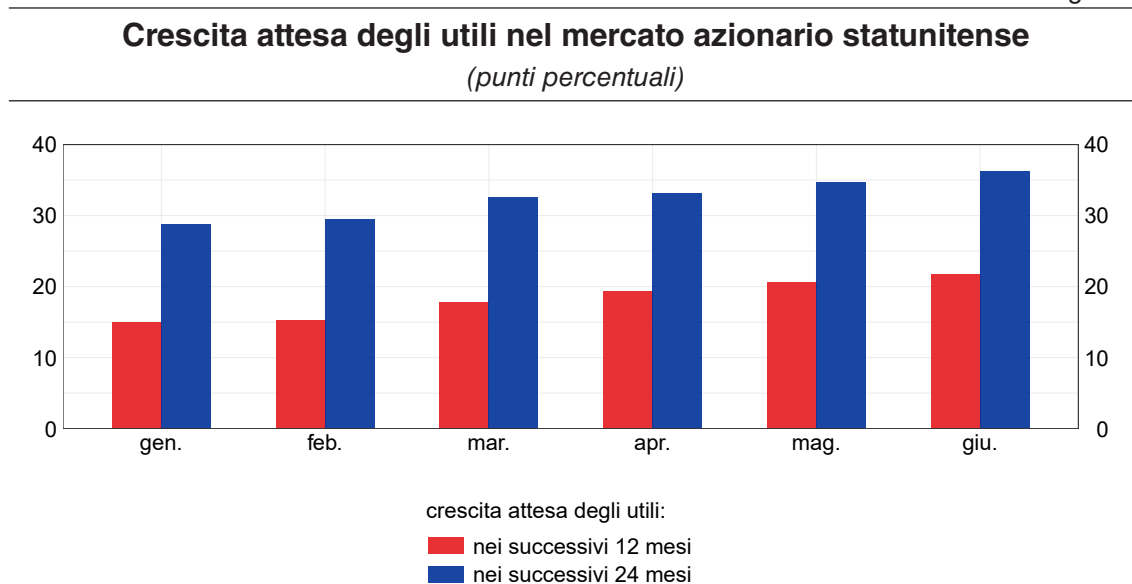
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e London Stock Exchange Group (LSEG).

(1) Il premio è calcolato partendo dal rapporto tra la media mobile a 10 anni degli utili delle società incluse nell'indice S&P 500 e il valore dell'indice stesso. Da tale rapporto, che costituisce una stima del rendimento reale atteso delle azioni, si sottrae il tasso di interesse reale. Quest'ultimo viene calcolato come differenza tra il tasso *overnight indexed swap* a 10 anni e il tasso sugli *inflation swaps*. – (2) *Option-adjusted spreads* dei titoli privati *high-yield*.

La rapidità del recupero dei mercati va interpretata con cautela. Può denotare fiducia nella capacità dell'economia globale di assorbire le tensioni; può però anche segnalare una sottovalutazione dei rischi.

Questa seconda lettura trova riscontro in diversi indicatori. Il rialzo dei corsi azionari si è accompagnato a un aumento dei tassi di interesse: una combinazione che riflette aspettative molto favorevoli sulla crescita futura degli utili (fig. 2), insieme a una compressione dei premi per il rischio sui minimi degli ultimi vent'anni. L'esperienza recente di alcune attività speculative, quali le cryptoattività, ricorda inoltre come la sottostima dei rischi possa sostenere a lungo le quotazioni, prima di lasciare spazio ad ampie correzioni¹.

Figura 2



Fonte: LSEG I/B/E/S.

Nel complesso, i rischi legati al rincaro dell'energia, a condizioni finanziarie più restrittive e alla persistente incertezza geopolitica appaiono incorporati solo in parte nelle valutazioni di mercato.

Nel mercato dei cambi, il dollaro è tornato a svolgere la funzione di valuta rifugio. È un andamento opposto a quello osservato nella primavera dello scorso anno, quando l'annuncio dei nuovi dazi aveva sollevato timori soprattutto sulle prospettive dell'economia statunitense, raffreddando la domanda di attività denominate in dollari. Questa volta, invece, l'impiego della moneta americana

¹ Anche il prezzo dell'oro ha registrato ampie oscillazioni, risentendo dell'aumento dei tassi di interesse reali e delle vendite effettuate da alcuni paesi emergenti per sostenere le rispettive valute in una fase di turbolenza.

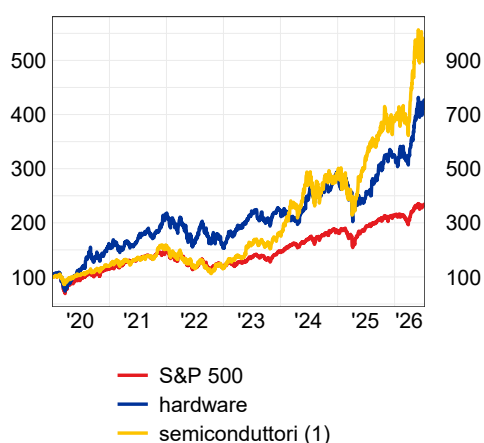
nella fatturazione degli scambi petroliferi² e la posizione degli Stati Uniti come esportatore netto di petrolio hanno favorito l'apprezzamento del dollaro.

La ripresa dei corsi azionari è stata sostenuta dall'ottimismo sulle prospettive aperte dall'intelligenza artificiale. La domanda di servizi basati su questa tecnologia ha continuato a espandersi rapidamente, inducendo le grandi società produttrici ad accelerare gli investimenti nelle infrastrutture informatiche. Ne sono derivate strozzature nel comparto dei semiconduttori più avanzati, essenziali per il funzionamento dei centri di calcolo: i prezzi sono aumentati, i margini dei produttori hanno raggiunto livelli eccezionali e le loro quotazioni hanno registrato ampi rialzi (fig. 3.a).

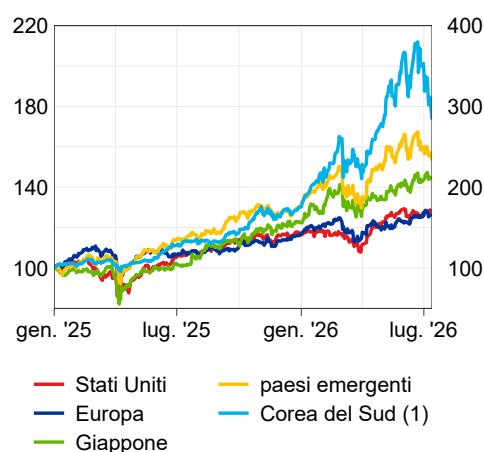
Figura 3

Mercati azionari

(a) settori del mercato azionario USA
(indici: 1° gennaio 2020=100)



(b) andamento dei mercati azionari (2)
(indici: 1° gennaio 2025=100)



Fonte: Bloomberg.

(1) Scala di destra. – (2) Gli indici sono: S&P 500 per gli Stati Uniti, STOXX Europe 600 per l'Europa, Topix per il Giappone, MSCI Emerging Markets per i paesi emergenti, Kospi per la Corea del Sud.

Il sostegno agli indici borsistici è stato più marcato negli Stati Uniti e, soprattutto, in alcune economie asiatiche, dove il settore dei semiconduttori ha un peso rilevante nei listini azionari. In Europa, dove tale incidenza è più contenuta, l'andamento dei mercati è stato meno brillante (fig. 3.b) e ha riflesso in larga misura gli aumenti nei comparti finanziario ed energetico.

L'intelligenza artificiale è destinata ad avere effetti rilevanti sulla produttività e sulla crescita. I benefici restano tuttavia incerti nei tempi e nella distribuzione.

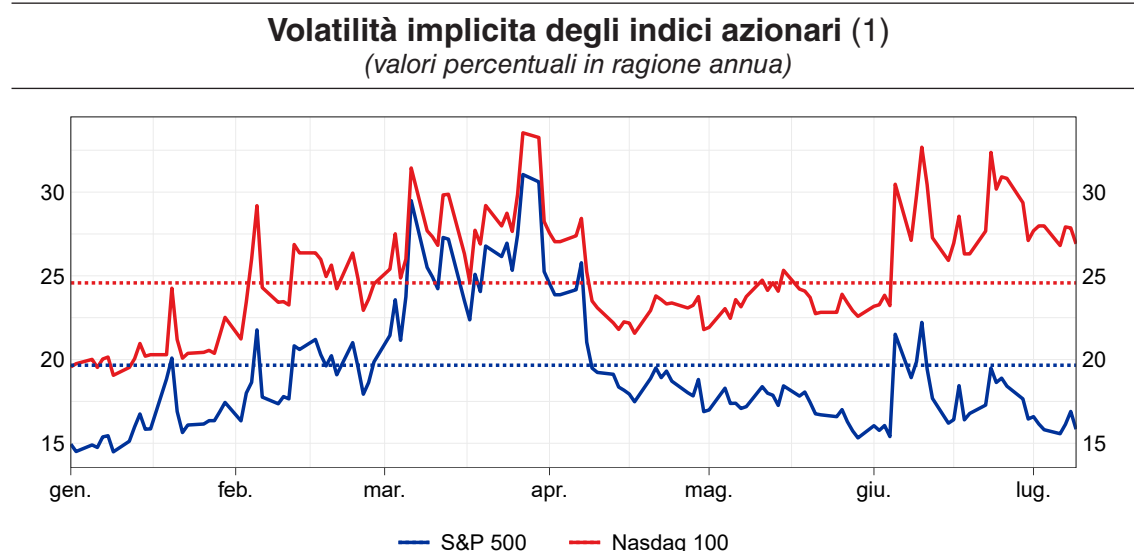
² Poiché gli scambi petroliferi sono in larga parte fatturati in dollari, un aumento del prezzo del greggio accresce, a parità di volumi, il controvalore in dollari delle transazioni e quindi la domanda di valuta statunitense per regolarle.

Le quotazioni di alcune imprese di semiconduttori sembrano presupporre che gli eccezionali margini attuali possano protrarsi a lungo; un aumento dell'offerta dovuto all'incremento della capacità produttiva, all'ingresso di nuovi concorrenti o allo sviluppo di soluzioni tecnologiche alternative potrebbe però determinare una revisione al ribasso delle aspettative di redditività³.

I rischi di una maggiore concorrenza riguardano anche le imprese statunitensi che forniscono servizi di intelligenza artificiale: l'ingresso di nuovi operatori o la diffusione di modelli meno costosi potrebbero ridimensionare le attese di redditività. In parallelo, gli ingenti investimenti in infrastrutture informatiche e capacità di calcolo stanno accrescendo il fabbisogno finanziario di queste imprese. Molte hanno aumentato il ricorso al mercato obbligazionario; altre hanno raccolto risorse con aumenti di capitale o operazioni di quotazioni. Per le prime, il maggiore indebitamento accresce la vulnerabilità a condizioni finanziarie restrittive e a eventuali revisioni al ribasso dei ricavi attesi.

La resilienza dei mercati è un segnale positivo, ma non va confusa con l'assenza di rischi. Valutazioni elevate, rialzi concentrati in pochi segmenti e persistente incertezza geopolitica espongono i mercati a correzioni anche brusche. La volatilità del Nasdaq – in cui le società tecnologiche hanno un peso rilevante – resta elevata, anche se quella degli indici di mercato più ampi è rimasta contenuta (fig. 4)⁴.

Figura 4



Fonte: Bloomberg.

(1) Le linee tratteggiate mostrano le medie storiche nel periodo 2001-26.

³ Se nuovi concorrenti riuscissero ad ampliare rapidamente l'offerta produttiva, anche attraverso soluzioni in grado di superare gli attuali colli di bottiglia, le aspettative di redditività potrebbero essere bruscamente riviste al ribasso. Pressioni in questa direzione potrebbero provenire dalla Cina, dove negli ultimi anni si è intensificato l'impegno pubblico e privato per sviluppare rapidamente l'industria dei semiconduttori.

⁴ Il mercato borsistico coreano, particolarmente esposto alle società produttrici di componenti per i data center, ha subito una correzione di circa il 25 per cento nelle ultime settimane.

Per gli investitori è necessaria una gestione prudente delle esposizioni, soprattutto nei comparti in cui l'ottimismo è più intenso e le quotazioni incorporano aspettative di utili particolarmente elevate.

3. Le banche

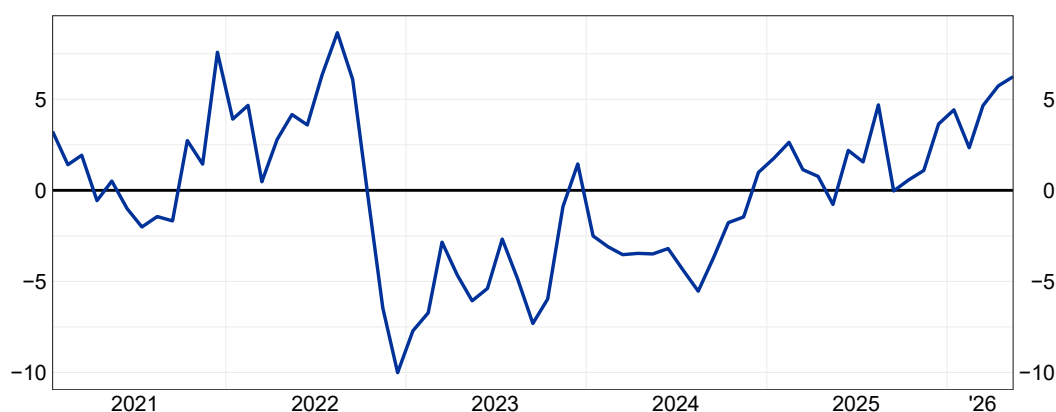
Il sistema bancario continua a svolgere un ruolo centrale nel finanziamento dell'economia italiana. Il peso del credito si è ridotto nel tempo, ma resta più elevato che negli altri principali paesi europei, soprattutto per le imprese. Da noi, i debiti bancari delle aziende rappresentano oggi il 14 per cento della somma dei debiti finanziari e del capitale, e il 46 per cento dei soli debiti finanziari.

Da questa centralità deriva una responsabilità rilevante. In un mondo più incerto ed esposto a shock geopolitici ripetuti, in cui l'instabilità può trasmettersi rapidamente ai mercati dei capitali e all'attività produttiva, le banche sono chiamate a mantenere un equilibrio delicato ma essenziale: rispondere alle esigenze di finanziamento di famiglie e imprese con adeguato merito di credito, preservando al tempo stesso la qualità degli attivi e la propria solidità.

Il rincaro dei beni energetici ha accresciuto il fabbisogno di liquidità delle imprese, molte delle quali hanno aumentato la domanda di prestiti, soprattutto sulle scadenze più brevi. Le banche hanno finora risposto a questa esigenza; in maggio i finanziamenti alle imprese hanno accelerato al 6,2 per cento su base trimestrale annualizzata, dal 2,3 per cento di febbraio (fig. 5).

Figura 5

Prestiti alle società non finanziarie in Italia (1) *(variazioni percentuali sui 3 mesi in ragione d'anno)*



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I dati sono depurati dalla componente stagionale secondo una metodologia conforme alle linee guida del sistema statistico europeo.

Nei prossimi mesi l'evoluzione del credito dipenderà dagli sviluppi del conflitto in Medio Oriente, dalle condizioni dei mercati finanziari e dalla percezione del rischio da parte degli intermediari. Il protrarsi delle ostilità e l'emergere di nuove pressioni sui mercati energetici potrebbero accrescere la cautela delle banche e tradursi in criteri di offerta più selettivi.

Gli indicatori relativi al primo trimestre confermano la robustezza del sistema bancario italiano: la redditività resta elevata, la patrimonializzazione è più che adeguata, la qualità degli attivi molto buona. Questa valutazione è condivisa dagli operatori di mercato e dalle istituzioni internazionali. Nel *Financial Sector Assessment Program* recentemente concluso, il Fondo monetario internazionale ha espresso un giudizio positivo sul nostro sistema finanziario, riconoscendo anche il contributo di una vigilanza efficace⁵.

Il miglioramento più evidente riguarda la qualità del credito. Dieci anni fa i prestiti deteriorati superavano l'8 per cento del totale dei finanziamenti, uno dei valori più elevati nell'area dell'euro; oggi la quota è dell'1 per cento⁶.

Le valutazioni di bilancio di questi prestiti restano improntate a prudenza. Vi contribuiscono le norme europee che, per le esposizioni deteriorate originate dal 2019, richiedono una copertura integrale entro tempi prestabiliti, in base al cosiddetto approccio di calendario. Per le banche italiane questo meccanismo risulta oneroso, a causa dei tempi ancora lunghi della giustizia civile⁷.

Permangono alcune differenze per i prestiti deteriorati erogati prima del 2019 dalle banche di minore dimensione, ai quali non si applicano i criteri più stringenti previsti dalla BCE per gli intermediari maggiori. Nei mesi scorsi la Banca d'Italia ha avviato una raccolta di dati aggiornati e comunicato l'intenzione di estendere l'approccio seguito in sede europea anche al resto del sistema, con gradualità e

⁵ FMI, *Italy, Staff Concluding Statement of the 2026 Article IV Mission*, 27 maggio 2026. Il comunicato anticipa i principali risultati del *Financial Sector Assessment Program*, che verrà reso pubblico nei prossimi giorni.

⁶ Il dato si riferisce ai prestiti al netto delle svalutazioni. Al lordo delle svalutazioni, il rapporto tra crediti deteriorati e totale dei prestiti era pari al 15,2 per cento nel 2016 e al 2,4 per cento alla fine dello scorso anno.

⁷ L'approccio di calendario e i suoi effetti sull'ammontare dei crediti deteriorati nei bilanci delle banche è descritto in P. Angelini, *La nuova regolamentazione sugli NPLs e il nuovo Codice delle crisi d'impresa*, appunti per gli interventi al convegno "Le opportunità del debitore in crisi", Mantova, 12 ottobre 2019, e al seminario "Crediti bancari deteriorati. Il compito del legislatore per un recupero tempestivo" promosso da Arel, Roma, 21 ottobre 2019. Negli ultimi anni i tempi della giustizia civile si sono ridotti, ma non ancora in misura sufficiente a colmare il divario con le altre economie avanzate. Per approfondimenti, cfr. il capitolo 11 nella *Relazione annuale* sul 2025.

tenendo conto delle specificità di singoli intermediari⁸. Il divario con le banche maggiori si è comunque già significativamente ridotto.

Il quadro complessivo è solido, ma non sono mancati casi, per quanto limitati, di crisi tra gli intermediari di piccola dimensione. In un'economia di mercato non tutti i progetti imprenditoriali hanno successo. La Banca d'Italia opera per prevenire, per quanto possibile, le crisi e, quando esse si manifestano, per gestirle tutelando la clientela e la stabilità del sistema.

Alcuni di questi episodi sono stati accomunati da condotte irregolari. Essi confermano l'importanza di assetti di governo societario robusti e di una rigorosa etica dei comportamenti.

Non si tratta di un richiamo astratto: significa correttezza nelle decisioni aziendali, trasparenza nei rapporti con la clientela, consapevolezza dei rischi assunti, piena responsabilità degli organi sociali, delle funzioni aziendali e degli azionisti. La vigilanza può ridurre i rischi, ma non può sostituirsi agli organi societari; né dispone – come è giusto che sia – dei poteri dell'Autorità giudiziaria, con la quale collabora intensamente. Le prime linee di difesa restano all'interno degli intermediari. Da esse dipendono, prima ancora che dall'azione delle autorità, la fiducia su cui si fonda l'attività bancaria.

Un altro sviluppo destinato a incidere sull'assetto del sistema finanziario è il consolidamento in corso. Le aggregazioni avviate o annunciate di recente interessano banche, compagnie assicurative e società di gestione del risparmio, in un mercato in cui i confini tra i diversi comparti della finanza diventano meno netti e la competizione si gioca sull'offerta integrata di prodotti.

È un processo che può rafforzare gli intermediari e il sistema nel suo complesso, favorendo gli investimenti in tecnologia e sicurezza informatica, accrescendo l'efficienza e migliorando la qualità dei servizi a famiglie e imprese.

Questi risultati, tuttavia, non sono automatici. Dipendono dalla solidità patrimoniale degli intermediari risultanti dalle operazioni, dalla sostenibilità dei piani industriali e dei modelli aziendali, dalla capacità di realizzare sinergie effettive e di integrare strutture, procedure e culture diverse. Il consolidamento va giudicato dalla sua capacità di conseguire questi obiettivi, preservando al tempo stesso concorrenza, pluralismo e vicinanza alle esigenze dell'economia reale.

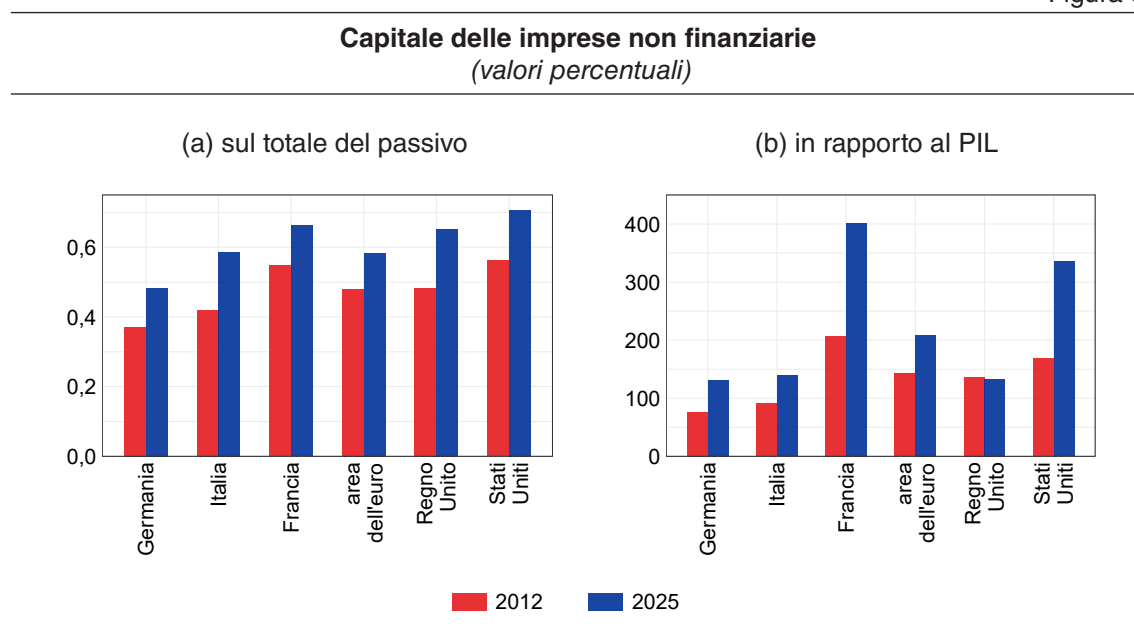
⁸ L'annuncio della Banca d'Italia fa seguito all'avvio di una consultazione pubblica su una bozza di linee guida della BCE rivolte alle autorità nazionali competenti, che introducono l'approccio di calendario per le esposizioni deteriorate detenute dalle banche meno significative e relative a crediti originati prima del 26 aprile 2019. Le linee guida prevedono un'applicazione graduale, con entrata a regime a fine 2028 e margini di flessibilità che consentono di tenere conto delle specificità dei singoli intermediari, fino a escluderne alcuni dall'applicazione.

La Banca d'Italia esercita le proprie competenze – in collaborazione con la BCE, l'Ivass, la Consob e le altre autorità nazionali ed estere – valutando ciascuna operazione sulla base di questi criteri e verificandone la conformità alle norme italiane ed europee. Fermo il rispetto di tali condizioni, l'esito delle operazioni resta affidato al mercato e alle scelte degli azionisti.

4. Il finanziamento dell'innovazione

Dopo la crisi finanziaria globale le imprese delle economie avanzate hanno ridotto in misura significativa il ricorso al debito, in particolare a quello bancario. Parallelamente, è aumentato il peso del capitale di rischio (fig. 6).

Figura 6



Fonte: conti finanziari, BCE, Bank of England e Financial Accounts of the United States.

Questo cambiamento riflette trasformazioni profonde nella struttura produttiva e finanziaria. Le riforme regolamentari volte a rafforzare la solidità delle banche hanno reso più selettiva l'offerta di credito e favorito la riduzione della leva finanziaria delle imprese. Al tempo stesso, l'attività economica si è progressivamente spostata verso il settore dei servizi, che tende a ricorrere meno al credito rispetto alla manifattura.

La digitalizzazione ha impresso a questo processo un'accelerazione ulteriore, modificando la natura del capitale produttivo delle imprese e, con essa, le loro esigenze di finanziamento. Il credito si presta meno a finanziare progetti innovativi ad alto rischio: il creditore ne sopporta l'incertezza, ma partecipa solo in misura limitata agli eventuali risultati positivi. Per queste iniziative il capitale di rischio è quindi lo strumento più adatto. A ciò si aggiunge la crescita degli investimenti

in attività immateriali – brevetti, software, licenze – il cui valore è difficile da stimare⁹ e da utilizzare a garanzia dei prestiti¹⁰.

Questa evoluzione ha favorito lo sviluppo di intermediari specializzati nel finanziamento dell'innovazione, come i fondi di private equity e di venture capital. Tra il 2014 e il 2025 le attività gestite da tali intermediari a livello globale sono triplicate, raggiungendo i 10.000 miliardi di dollari, con una crescita più sostenuta nei paesi in cui è maggiore il peso degli investimenti immateriali¹¹.

L'importanza di questi fondi non deriva soltanto dai capitali che essi mettono a disposizione su orizzonti di medio e lungo termine; si basa anche sul contributo di competenze gestionali e tecniche, nonché sull'accesso a reti commerciali e finanziarie più ampie. Si tratta di un apporto essenziale: innovare non significa solo adottare nuove tecnologie, ma ripensare prodotti, processi e organizzazione. È la combinazione di capitale e competenze a determinare il successo di un progetto innovativo.

Il mercato italiano

In Italia i fondi specializzati nell'apporto di capitale di rischio sono assai meno sviluppati che negli altri principali paesi. Una quota rilevante delle operazioni riguarda interventi di riorganizzazione aziendale, spesso a basso contenuto innovativo, oppure investimenti in imprese nelle prime fasi di attività. Restano invece limitate le risorse destinate a sostenere la crescita dimensionale e la capacità competitiva delle imprese¹².

⁹ L'incertezza sul valore delle attività immateriali riflette il rischio dei progetti innovativi cui esse sono associate, la presenza di asimmetrie informative tra imprenditore e finanziatore e l'assenza di mercati secondari per attività la cui utilità è spesso strettamente legata al loro impiego all'interno dell'impresa; cfr. L. Demmou e G. Franco, *Mind the financing gap: enhancing the contribution of intangible assets to productivity*, OECD Economics Department Working Papers, 1681, 2021; J. Haskel e S. Westlake, *Capitalism without capital: the rise of the intangible economy*, Princeton, Princeton University Press, 2018; C. Corrado, J. Haskel, C. Jona-Lasinio e M. Iommi, *Intangible capital and modern economies*, "Journal of Economic Perspectives", 36, 3, 2022; N. Crouzet, J.C. Eberly, A.L. Eisfeldt e D. Papanikolaou, *The economics of intangible capital*, "Journal of Economic Perspectives", 36, 3, 2022, pp. 29-52.

¹⁰ G. Dell'Ariccia, D. Kadyrzhanova, C. Minoiu e L. Ratnovski (*Bank lending in the knowledge economy*, "The Review of Financial Studies", 34, 10, pp. 5036-5076) mostrano che negli Stati Uniti quasi la metà del calo della quota del credito alle imprese nei bilanci delle banche è ascrivibile alla maggiore incidenza degli investimenti immateriali.

¹¹ Per un approfondimento, cfr. G. Gobbi, *La finanza nell'economia della conoscenza*, "Bancaria", 11, 2024, pp. 58-65.

¹² Gli investimenti di private equity si concentrano in operazioni tradizionali nelle quali di norma l'investitore ottiene una partecipazione di controllo e avvia interventi di riorganizzazione aziendale (*buyout*). Sono invece meno sviluppati gli interventi volti a sostenere la crescita dell'impresa. Nel venture capital resta più debole il segmento *late-stage*, relativo alle fasi di finanziamento successive all'avvio delle start-up, decisive per consentire alle aziende più promettenti di crescere e competere su scala internazionale.

Ne può derivare un collo di bottiglia nel passaggio più delicato del processo innovativo: quello in cui un'idea promettente deve trasformarsi in un'impresa capace di operare su scala industriale. È in questa fase che molte iniziative italiane finiscono per cercare all'estero capitali, competenze e sbocchi produttivi e finanziari.

Negli ultimi anni l'intervento pubblico ha dato un contributo rilevante al rafforzamento del private equity e del venture capital, mobilitando risorse private attraverso fondi di fondi e meccanismi di coinvestimento¹³. Perché lo sviluppo del settore sia duraturo, occorre tuttavia una base più ampia e stabile di investitori privati.

Le assicurazioni e i fondi pensione, caratterizzati da passività a medio e a lungo termine, sono tra gli intermediari meglio in grado di sostenere progetti incerti e a lunga maturazione e di beneficiare dei rendimenti attesi su orizzonti lontani. Eppure il loro contributo rimane limitato: il private equity rappresenta appena lo 0,5 per cento degli investimenti complessivi delle compagnie assicurative e lo 0,7 per cento di quelli dei fondi pensione; il venture capital ha un peso trascurabile in entrambi i comparti.

I principali vincoli allo sviluppo non sono di natura regolamentare. La normativa consente un significativo aumento degli investimenti, anche grazie a recenti innovazioni¹⁴. Gli ostacoli riflettono piuttosto le caratteristiche di un mercato ancora sottodimensionato. Investire in private equity e venture capital richiede conoscenze specialistiche, capacità di selezione dei gestori e orizzonti temporali lunghi: condizioni difficili da soddisfare per gli operatori di minore dimensione. Al tempo stesso, gli investitori più grandi, che dispongono di strutture adeguate, faticano a trovare nel mercato domestico un'offerta sufficientemente ampia, diversificata e continua.

Ne deriva un equilibrio di basso sviluppo. La scarsità di finanziatori stabili limita la crescita dei fondi di private equity e venture capital; la dimensione ridotta dei fondi ne restringe la capacità di accompagnare le imprese nelle fasi di espansione; l'uscita verso mercati esteri delle iniziative imprenditoriali più promettenti riduce ulteriormente le opportunità per gli operatori domestici.

¹³ In questo ambito un ruolo attivo è stato svolto da Cassa depositi e prestiti.

¹⁴ Per le compagnie di assicurazione, la revisione della direttiva europea Solvency II, che entrerà in vigore a gennaio 2027, può favorire gli investimenti in private equity e venture capital, riducendo l'assorbimento patrimoniale degli investimenti azionari di lungo periodo e attenuando i vincoli per il riconoscimento delle garanzie pubbliche ai fini prudenziali. Per fondi pensione e casse di previdenza, la legge di bilancio 199/2025 favorisce la crescita delle masse gestite e l'allocazione verso strumenti azionari, soprattutto per i nuovi aderenti; inoltre, la L. 193/2024 e le successive modifiche introdotte con la L. 118/2025 incentivano gli investimenti in fondi di venture capital, subordinando i benefici fiscali sui rendimenti degli investimenti qualificati alla destinazione di una quota minima a tali fondi.

È un equilibrio che non si corregge da sé: quanto più a lungo persiste, tanto più radica le aspettative degli investitori e spinge le imprese migliori verso altri mercati. Superarlo richiede un'azione coordinata lungo l'intera filiera: gestori dei fondi, investitori istituzionali, operatori pubblici e imprese. Occorre accrescere la dimensione del mercato e rafforzarne la capacità di selezionare i progetti, accompagnarne la crescita e mobilitare capitali lungo tutte le fasi del processo innovativo, dalla nascita dell'impresa fino allo sviluppo industriale.

In questa prospettiva, lo strumento del fondo di fondi – anche grazie al ruolo catalizzatore del settore pubblico – può contribuire a colmare il divario dimensionale del mercato: aggrega risorse, amplia la diversificazione, attenua i vincoli che frenano gli investitori meno strutturati e sostiene la crescita di gestori specializzati. Lo sviluppo di questo strumento, basato su criteri selettivi e rigorosi e su un chiaro orientamento al mercato, contribuirebbe a rendere più ampia e continua l'offerta domestica di capitale di rischio.

Anche il risparmio diretto delle famiglie può contribuire ad accrescere la disponibilità di capitale di rischio. Per mobilitarne una quota maggiore servono strumenti semplici, trasparenti e a costi contenuti, insieme a competenze finanziarie più solide, necessarie per favorire scelte consapevoli. In Italia esistono incentivi fiscali agli investimenti in capitale di rischio¹⁵; razionalizzarli e renderli più semplici e più flessibili ne rafforzerebbe l'efficacia. Nella stessa prospettiva si colloca la raccomandazione della Commissione europea sui *Savings and Investment Accounts*¹⁶.

La dimensione nazionale, tuttavia, non basta. Senza un mercato europeo dei capitali realmente integrato, la capacità di mobilitare risorse, diversificare i rischi e sostenere la crescita delle imprese innovative resterà limitata. Superare la frammentazione è quindi una condizione essenziale per rafforzare la possibilità dell'Europa di competere in una fase in cui l'innovazione tecnologica si sviluppa su scala globale.

¹⁵ Tra questi rientrano l'esenzione dei proventi da partecipazioni in fondi di venture capital, le detrazioni per investimenti in start-up innovative, il regime dei piani individuali di risparmio (PIR), ordinari e alternativi, e l'esenzione dei proventi degli investimenti qualificati effettuati da fondi pensione e casse di previdenza.

¹⁶ Secondo la raccomandazione i *Savings and Investment Accounts* (SIA) sono conti di risparmio e investimento disciplinati dai singoli Stati membri per favorire la partecipazione delle famiglie ai mercati dei capitali. La Commissione suggerisce che siano strumenti semplici, offerti da una pluralità di intermediari, senza soglie minime o massime di investimento, né rigidi vincoli di detenzione per accedere a eventuali benefici fiscali. I SIA dovrebbero consentire l'investimento in un'ampia gamma di strumenti finanziari, senza specifici vincoli sulla residenza degli emittenti; cfr. sul sito della Commissione europea: [Savings and Investment Accounts](#).

Conclusioni

L'instabilità geopolitica e il rapido progresso tecnologico continueranno a incidere sulle prospettive di famiglie, imprese e intermediari. Non possiamo eliminarne i rischi, né prevederne tutti gli sviluppi. Possiamo però rafforzare la capacità della nostra economia di assorbire gli shock e di trasformare in crescita le opportunità offerte dall'innovazione.

In questo contesto, preservare la stabilità monetaria e finanziaria è essenziale: è la condizione per continuare a investire anche nelle fasi di maggiore tensione. Ma la stabilità che abbiamo il compito di salvaguardare non è la quiete di un'economia inerte: è l'equilibrio di un'economia in movimento.

Perché la stabilità si traduca in sviluppo serve un sistema finanziario capace di accompagnare i cambiamenti in corso. Le banche continueranno a svolgere un ruolo centrale, soprattutto in un paese come l'Italia, dove il credito resta la principale fonte di finanziamento delle imprese. Ma un'economia in cui acquistano peso l'innovazione e gli investimenti immateriali richiede anche mercati dei capitali più sviluppati e un'adeguata disponibilità di capitale di rischio. L'obiettivo non è sostituire il credito bancario, ma affiancarlo con strumenti complementari, adatti a sostenere le diverse esigenze dell'economia.

È un impegno che chiama in causa l'intera filiera finanziaria – banche, assicurazioni, fondi pensione, gestori – ciascuno per la propria parte. L'azione pubblica può svolgere un ruolo importante nel favorire il coordinamento necessario perché le risorse private affluiscano verso progetti e imprese ad alto potenziale.

L'Italia dispone di basi solide: un sistema bancario rafforzato, famiglie con un'elevata capacità di risparmio, imprese che hanno dimostrato di sapersi adattare anche nelle fasi più difficili. La sfida è trasformare questi punti di forza in investimenti, innovazione e sviluppo duraturo.

Questa pubblicazione è stata stampata
su carta certificata Ecolabel UE
(numero di registrazione: FR/011/003)

Inoltre l'impatto ambientale connesso con il ciclo di vita della carta utilizzata
è stato compensato con l'acquisto di crediti di carbonio e piantando alberi in aree del territorio italiano.

Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia