

Cosa

**FINANZA E
INNOVAZIONE PER IL
FUTURO DELL'ECONOMIA**

Chi

FABIO PANETTA

*Governatore
Banca d'Italia*

Dove

MILANO, 11 LUGLIO 2025

Assemblea ABI

SOMMARIO DELLA SINTESI

(ns. rielaborazione dell'intervento)

Il messaggio finale del Governatore della Banca d'Italia

Il Dollaro, l'altro ieri...

Il Dollaro, ieri...

Il Dollaro, oggi...

Dagli Stati Uniti ai mercati finanziari europei...

Nuovi orizzonti per l'Europa...

IL MESSAGGIO FINALE DEL GOVERNATORE DELLA BANCA D'ITALIA

LA SITUAZIONE ATTUALE DEL SISTEMA FINANZIARIO INTERNAZIONALE È CARATTERIZZATA DALLA CRESCENTE INCERTEZZA SUL RUOLO DEGLI STATI UNITI NELL'ECONOMIA MONDIALE. PER TALE MOTIVO, ESSA STA APRENDO NUOVE OPPORTUNITÀ PER L'EUROPA.

PER COGLIERE QUESTE OPPORTUNITÀ, L'EUROPA DEVE AFFRONTARE E VINCERE UNA GRANDE SFIDA ISTITUZIONALE E POLITICA, SFIDA RAPPRESENTATA DAL RILANCIO DEL PROGETTO DI INTEGRAZIONE.

DUE SONO I PILASTRI DI QUESTO RILANCIO: IL COMPLETAMENTO DEL “MERCATO UNICO” E L'ADOZIONE DI POLITICHE COMUNI PER L'INNOVAZIONE, LA PRODUTTIVITÀ E LA CESCITA.

IL DOLLARO, L'ALTRO IERI...

(1)

**LE DETERMINANTI DEL RUOLO
DOMINANTE DEL DOLLARO NEL
SISTEMA FINANZIARIO
INTERNAZIONALE SONO STATE
LE SEGUENTI:**

- Ancora per le politiche monetarie di molti Paesi
- Rifugio per gli investitori nelle fasi di incertezza
- Principale valuta di denominazione degli scambi globali di beni e servizi

IL DOLLARO, L'ALTRO IERI...

(2)

**EFFETTI DEL RUOLO
DOMINANTE DEL DOLLARO:**

**RILEVANTI AFFLUSSI DI CAPITALI
NEGLI STATI UNITI**

*(alimentati anche dai persistenti
disavanzi commerciali)*



**RILEVANTE ACCUMULO DI PASSIVITÀ
VERSO L'ESTERO**



**AUMENTO DELL'ESPOSIZIONE DEGLI
INVESTITORI INTERNAZIONALI AI
RISCHI DEL MERCATO AMERICANO**

IL DOLLARO, IERI...

**LE TENDENZE CHE HANNO
AMPLIFICATO QUESTA
ESPOSIZIONE SONO STATE LE
SEGUENTI:**

**AUMENTO DEL VALORE DI BORSA
DELLE GRANDI SOCIETÀ
TECNOLOGICHE STATUNITENSI**

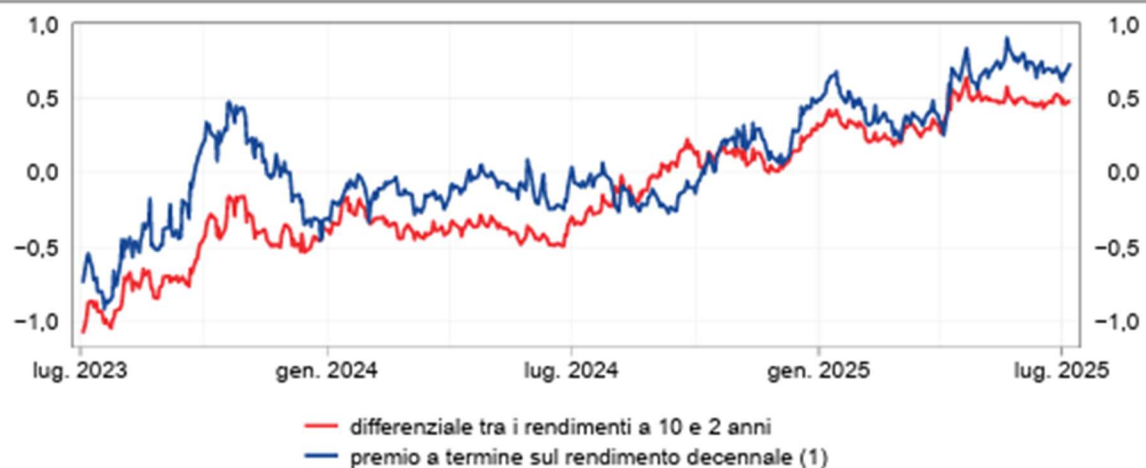
**AUMENTO DEL RISCHIO DI TASSO
SULLE ATTIVITÀ DENOMINATE IN
DOLLARI**

(v. Figura 1.)

*(Aggravamento di questa dinamica per effetto del
recente aumento della volatilità dei rendimenti)*

Figura 1

Premio per il rischio di tasso sui titoli pubblici statunitensi
(valori percentuali)



Fonte: Bloomberg.

(1) Il premio a termine sul rendimento decennale è ottenuto con il metodo di T. Adrian, R.K. Crump e E. Moench, *Pricing the term structure with linear regressions*, "Journal of Financial Economics", 110, 1, 2013, pp. 110-138.

IL DOLLARO, OGGI...

(1)

GLI ANTEFATTI:

**ANNUNCI DEL 2 APRILE 2025 IN
MATERIA DI DAZI E CONSEGUENTE
INSTABILITÀ SUI MERCATI DEI
CAPITALI**

**AUMENTO DELLE PREOCCUPAZIONI
SULLA SOSTENIBILITÀ DEI CONTI
PUBBLICI AMERICANI
(*Declassamento del rating sovrano*)**

IL DOLLARO, OGGI...

(2)

EFFETTO DEGLI ANTEFATTI:

**IL RUOLO DEL DOLLARO NEL
SISTEMA FINANZIARIO GLOBALE
VIENE MESSO IN DISCUSSIONE IN
MODO ESPlicito**

IL DOLLARO, OGGI...

(3)

**INFATTI, GLI INVESTITORI
INTERNAZIONALI HANNO
INIZIATO A:**

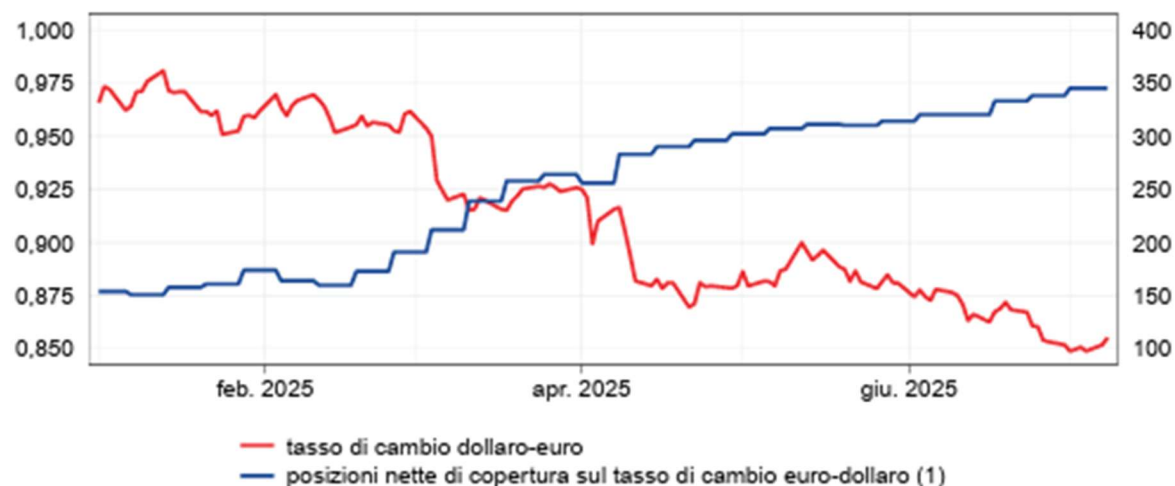
**RIDURRE LE ESPOSIZIONI AL
MERCATO STATUNITENSE**

**RAFFORZARE LE COPERTURE CONTRO
IL RISCHIO DI CAMBIO SUL DOLLARO**
(v. Figura 2)

**ACCORCIARE LA DURATA FINANZIARIA
DEI PORTAFOGLI**

Figura 2

Coperture dei fondi di investimento contro il rischio di cambio sul dollaro
(euro per un dollaro e migliaia di contratti futures)



Fonte: elaborazioni su dati Commodity Futures Trading Commission (CFTC) e London Stock Exchange Group (LSEG).
(1) Scala di destra. Le posizioni nette di copertura dei fondi di investimento, espresse in migliaia di contratti futures, sono ottenute come differenza tra le posizioni lunghe sul future euro-dollaro (che beneficiano di un deprezzamento del dollaro) e quelle corte (che generano guadagni in caso di apprezzamento).

IL DOLLARO, OGGI...

(4)

**... E SUI MERCATI FINANZIARI /
VALUTARI SI REGISTRANO LE
SEGUENTI DINAMICHE:**

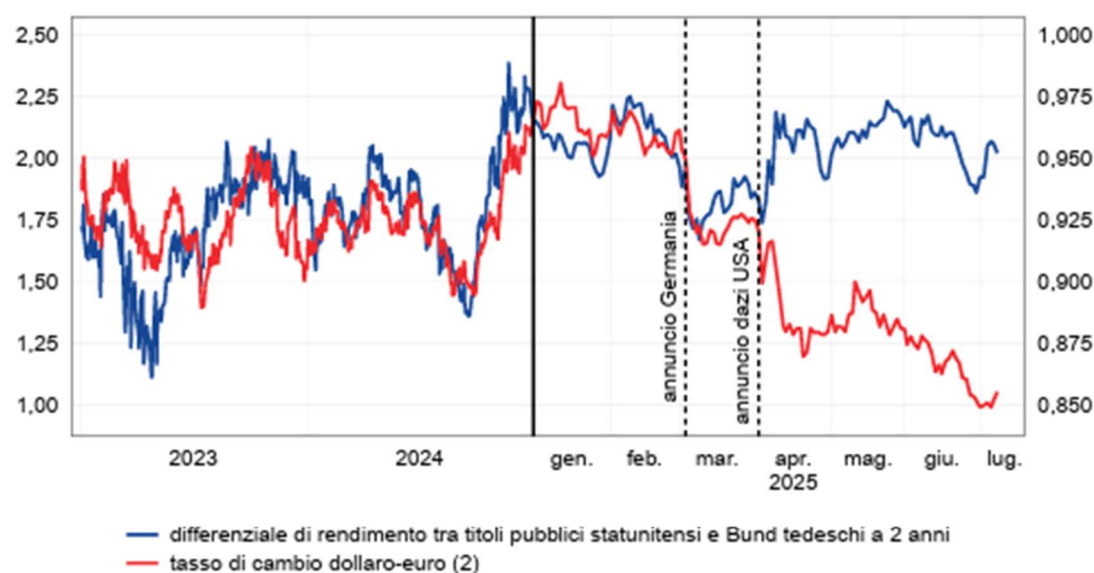
**AUMENTO DEI RENDIMENTI DEI
TITOLI PUBBLICI STATUNITENSIS A
LUNGA SCADENZA**

INDEBOLIMENTO DEL DOLLARO
(proseguito anche dopo il rientro
delle turbolenze)

(v. Figura 4)

Figura 4

**Tasso di cambio dollaro-euro
e differenziale dei tassi di interesse a 2 anni (1)**
(valori percentuali ed euro per un dollaro)



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

(1) La linea verticale "annuncio Germania" corrisponde al 4 marzo, data in cui il cancelliere Mertz ha annunciato un incremento della spesa pubblica destinata alla difesa e alle infrastrutture. La linea "annuncio dazi USA" si riferisce al 2 aprile, giorno dell'annuncio dell'introduzione di nuovi dazi da parte dell'amministrazione statunitense. — (2) Scala di destra.

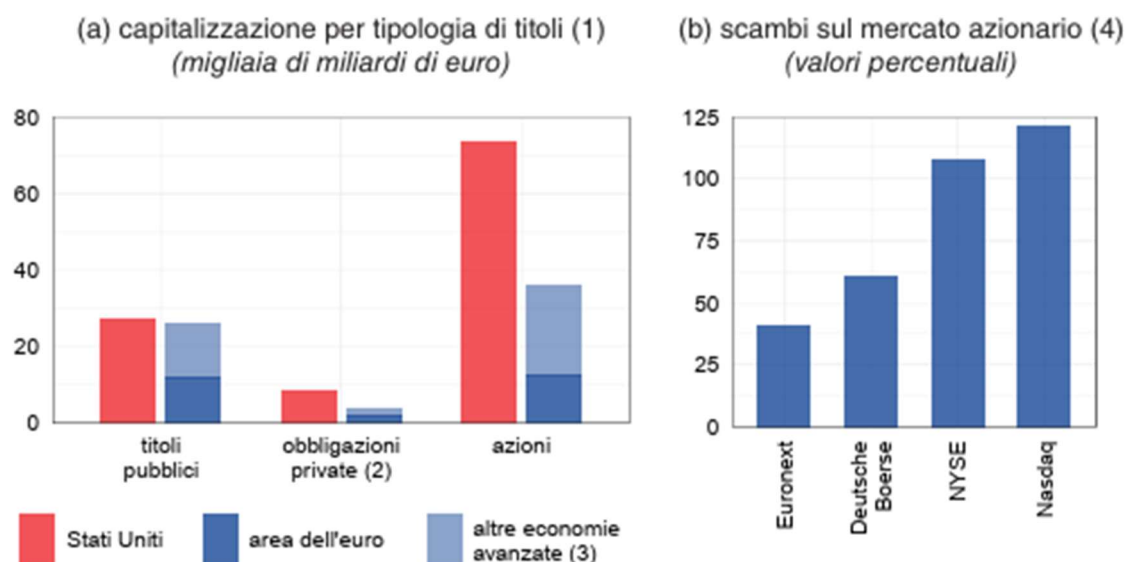
DAGLI STATI UNITI AI MERCATI FINANZIARI EUROPEI...

(1)

PREMESSA

LA DIMENSIONE E LA LIQUIDITÀ DEI
MERCATI AMERICANI
(Azionari, Obbligazionari e dei Titoli pubblici)
SOVRASTANO QUELLE DELLE ALTRE
PIAZZE FINANZIARIE
(v. *Figura 5*)

Dimensione e liquidità dei mercati: confronto tra Stati Uniti e altri paesi avanzati



Fonte: BCE (Centralized Securities Database), Bloomberg e World Federation of Exchanges.

(1) Consistenze al 31 dicembre 2024. I valori in valuta estera sono convertiti in euro al tasso di cambio di fine anno. I titoli pubblici e le obbligazioni private sono espressi al valore nominale; le azioni a valori di mercato. La classificazione geografica si basa sulla residenza dell'emittente. – (2) Obbligazioni emesse da imprese non finanziarie. – (3) Include Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Svezia e Svizzera. – (4) Rapporto tra scambi e capitalizzazione di mercato.

DAGLI STATI UNITI AI MERCATI FINANZIARI EUROPEI...

(2)

**LE TENDENZE RECENTI SONO
LE SEGUENTI:**

**AUMENTO DELLA RACCOLTA DEI
FONDI ESTERI SPECIALIZZATI IN
AZIONI EUROPEE**

**AUMENTO DELLA DOMANDA DI
ATTIVITÀ A BASSO RISCHIO
DENOMINATE IN EURO**

MA ESISTE UN PROBLEMA...

**I MOVIMENTI IN QUESTIONE
SONO ANCORA OGGI LIMITATI**

DAGLI STATI UNITI AI MERCATI FINANZIARI EUROPEI...

(3)

**LE DETERMINANTI DELLE
CARATTERISTICHE STRUTTURALI
DEL MERCATO DEI CAPITALI
EUROPEO SONO LE SEGUENTI:**

**STRUTTURA DELL'ECONOMIA REALE:
DIFFUSA PRESENZA DI PICCOLE E MEDIE
IMPRESE, FINANZIATE
PREVALENTEMENTE ATTRAVERSO IL
CREDITO BANCARIO**

**ESTENSIONE DEL SETTORE PUBBLICO:
GESTIONE DIRETTA DI MOLTI SERVIZI
(Sanitari, Previdenziali, Assicurativi)
SPESSO AFFIDATI ALTROVE IN MISURA
MAGGIORE AL MERCATO**

**BASSA PROPENSIONE AL RISCHIO DELLE
FAMIGLIE: PREVALENZA DI FORME DI
RISPARMIO SICURE**

DAGLI STATI UNITI AI MERCATI FINANZIARI EUROPEI...

(4)

**GLI EFFETTI DELLE
CARATTERISTICHE STRUTTURALI
DEL MERCATO DEI CAPITALI
EUROPEO SONO LE SEGUENTI:**

**OGNI ANNO, L'AREA DELL'EURO INVESTE
MENO DI QUANTO RISPARMIA:**

3.200 MLD DI EURO

CONTRO 3.700 MLD DI EURO.

**GLI STATI UNITI INVESTONO PIÙ DI
QUANTO RISPARMIANO:**

5.900 MLD DI EURO

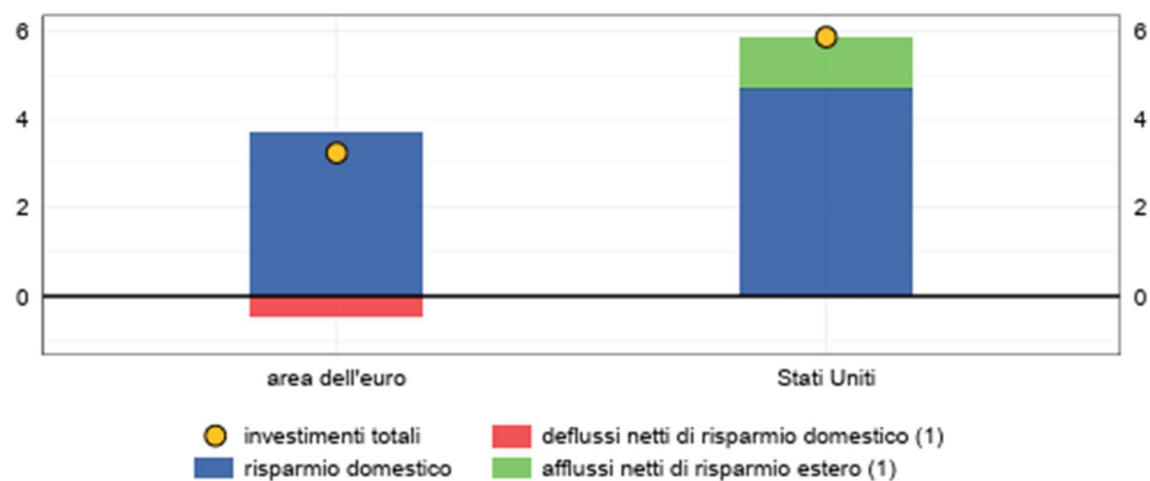
CONTRO 4.700 MLD DI EURO

(v. Figura 6)

**L'AREA DELL'EURO PRESENTA UNA
POSIZIONE PATRIMONIALE NETTA VERSO
L'ESTERO POSITIVA, PARI AL 10% DEL PIL**

Figura 6

Risparmio e investimento negli Stati Uniti e nell'area dell'euro nel 2024 (migliaia di miliardi di euro)



Fonte: Bureau of Economic Analysis e Eurostat.

(1) I flussi netti di risparmio sono la differenza tra investimenti totali e risparmio domestico.

**DAGLI STATI UNITI AI MERCATI
FINANZIARI EUROPEI...**
(5)

IN SINTESI:

**L'EUROPA NON ESPORTA
SOLO BENI, MA ANCHE
RISPARMIO – IN LARGA
MISURA VERSO GLI STATI
UNITI**

**DAGLI STATI UNITI AI MERCATI
FINANZIARI EUROPEI...**
(6)

**UN ALTRO GRAVE FATTORE
OSTACOLA LO SVILUPPO DEL
MERCATO DEI CAPITALI
EUROPEO:**

**LA FRAMMENTAZIONE DEL SISTEMA
FINANZIARIO LUNGO I CONFINI
NAZIONALI**

*(Limitato grado di integrazione delle piazze
finanziarie europee)*

**NUOVI ORIZZONTI PER
L'EUROPA...
(1)**

**I PUNTI DI FORZA
DELL'ECONOMIA EUROPEA SONO
I SEGUENTI:**

CAPITALE UMANO DI ALTA QUALITÀ

**MERCATO INTERNO DI GRANDI
DIMENSIONI**

**ASSETTO ISTITUZIONALE SOLIDO,
FONDATO SUL RISPETTO DELLO STATO
DI DIRITTO**

**NUOVI ORIZZONTI PER
L'EUROPA...
(2)**

**LA CONDIZIONE NECESSARIA
PER LO SPRIGIONAMENTO DEL
GRANDE POTENZIALE
DELL'ECONOMIA EUROPEA È
RAPPRESENTATA**

**DALL'OPERATIVITÀ INTEGRATA
DEI 4 PILASTRI CHE
COSTITUISCONO IL “MERCATO
UNICO”:**

**BENI
SERVIZI
LAVORO
CAPITALI**

**NUOVI ORIZZONTI PER
L'EUROPA...
(3)**

**GLI INTERVENTI NECESSARI PER
LA COSTRUZIONE DEL PILASTRO
FINANZIARIO, IL COSIDDETTO
“MERCATO UNICO DEI CAPITALI”,
SONO I SEGUENTI:**

**ARMONIZZAZIONE DELLE NORME
SOCIETARIE, FALLIMENTARI E FISCALI**

**UNIFORMITÀ DEGLI OBBLIGHI
INFORMATIVI E CONTABILI**

**RAFFORZAMENTO DELLA
SUPERVISIONE CENTRALIZZATA DEI
MERCATI**

NUOVI ORIZZONTI PER L'EUROPA...

(4)

**IL PASSO DECISIVO PER LA PIENA
OPERATIVITÀ DEL “MERCATO
UNICO DEI CAPITALI” È PERÒ
RAPPRESENTATO**

**DALL'INTRODUZIONE DI
UN TITOLO PUBBLICO
EUROPEO PRIVO DI
RISCHIO**

**NUOVI ORIZZONTI PER
L'EUROPA...**
(5)

**I POSSIBILI VANTAGGI
DERIVANTI
DALL'INTRODUZIONE DI UN
TITOLO PUBBLICO EUROPEO
PRIVO DI RISCHIO SONO I
SEGUENTI:**

SVILUPPO DI COMPARTI STRATEGICI
(Obbligazioni societarie e Derivati)

**MIGLIORAMENTO DELL'EFFICIENZA
DELLE CONTROPARTI CENTRALI,
DELLA LIQUIDITÀ DEGLI SCAMBI DI
TITOLI E DELLE TRANSAZIONI
INTERBANCARIE**

**MAGGIORE DIVERSIFICAZIONE DEI
PORTAFOGLI**
(Riduzione concentrazione dei rischi)

**NUOVI ORIZZONTI PER
L'EUROPA...
(6)**

**I POSSIBILI VANTAGGI
DERIVANTI DALL'AVVIO DI UN
“MERCATO UNICO DEI CAPITALI”
INTEGRATO E FONDATA SU UN
TITOLO PUBBLICO EUROPEO
PRIVO DI RISCHIO SONO I
SEGUENTI:**

**RIDUZIONE DI ½ PUNTO
PERCENTUALE DEL COSTO DEL
FINANZIAMENTO PER LE IMPRESE
(+ 150 mld di euro di investimenti aggiuntivi
ogni anno; +1,5% del PIL europeo)**

**FACILITAZIONE DEL FINANZIAMENTO
DELLE INIZIATIVE IMPRENDITORIALI
PIÙ DINAMICHE, AD ALTO RISCHIO E
ALTO VALORE AGGIUNTO**

SOSTEGNO ALL'INNOVAZIONE E ALLA COMPETITIVITÀ DELL'ECONOMIA

AFFLUSSO DI INVESTIMENTI
DALL'ESTERO
*(Rafforzamento del ruolo internazionale
dell'euro)*

Associazione Bancaria Italiana
Assemblea degli Associati

***Finanza e innovazione
per il futuro dell'economia***

Intervento del Governatore della Banca d'Italia
Fabio Panetta

Milano, 11 luglio 2025

Per decenni, **il sistema finanziario internazionale ha ruotato attorno al dollaro**, che ha rappresentato un'ancora per le **politiche monetarie** di molti paesi, un **rifugio per gli investitori nelle fasi di incertezza** e la **principale valuta di denominazione degli scambi globali di beni e servizi**.

Negli Stati Uniti, gli **afflussi di capitale** – alimentati anche da persistenti **disavanzi commerciali** – hanno generato un rilevante accumulo di **passività verso l'estero**, accrescendo l'esposizione degli investitori internazionali ai **rischi del mercato americano**.

Negli ultimi anni, **due tendenze** hanno amplificato questa esposizione.

La prima è il forte **aumento del valore di borsa delle grandi società tecnologiche statunitensi**, che ha ulteriormente sbilanciato i portafogli globali verso il mercato americano.

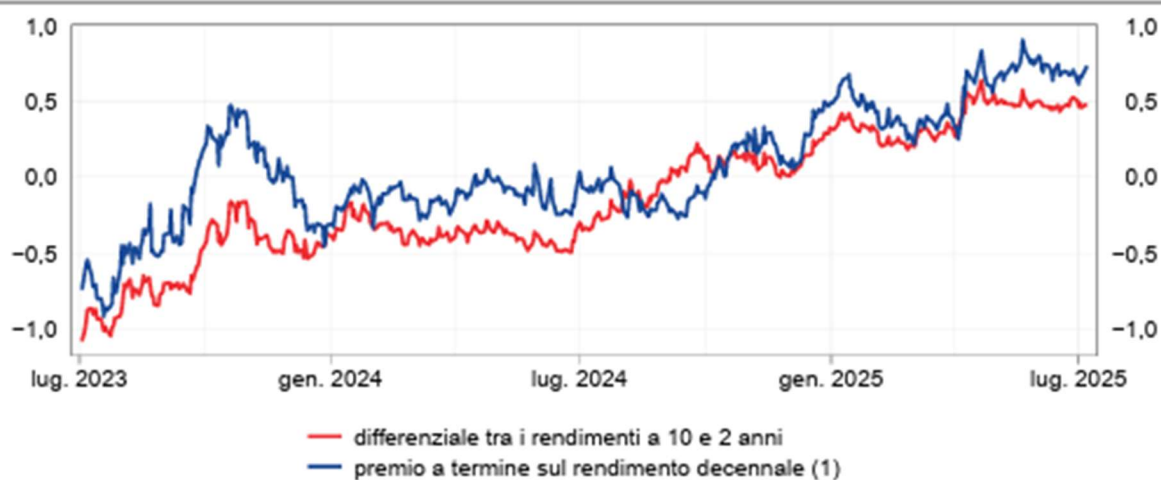
La seconda riguarda il **rischio di tasso di interesse sui portafogli in dollari**. Dopo la crisi finanziaria globale, un lungo periodo di bassi rendimenti e premi a termine contenuti ha favorito l'**emissione di titoli a lunga scadenza**, prontamente assorbiti dagli investitori. Ne è derivata una maggiore esposizione al **rischio di tasso sulle attività denominate nella valuta americana**.

Più di recente, l'aumento dell'incertezza globale ha accresciuto la **volatilità dei rendimenti**. Di conseguenza, l'onere del **rischio di tasso** è divenuto più gravoso, come segnala l'incremento del **premio a termine sui titoli pubblici statunitensi a lunga scadenza** (fig. 1).

È in questo contesto che si inseriscono gli **sviluppi registrati sui mercati finanziari internazionali** negli ultimi mesi.

Figura 1

Premio per il rischio di tasso sui titoli pubblici statunitensi
(valori percentuali)



Fonte: Bloomberg.

(1) Il premio a termine sul rendimento decennale è ottenuto con il metodo di T. Adrian, R.K. Crump e E. Moench, *Pricing the term structure with linear regressions*, "Journal of Financial Economics", 110, 1, 2013, pp. 110-138.

1. L'indebolimento del dollaro

Gli **annunci del 2 aprile** hanno aperto una fase di **negoziati complessi** tra gli Stati Uniti e i principali partner commerciali, generando **instabilità sui mercati dei capitali**. Contestualmente, sono cresciute le preoccupazioni sulla sostenibilità dei **conti pubblici americani**, sfociate nel **declassamento del rating sovrano**. Per la prima volta da decenni, **il ruolo centrale del dollaro nel sistema finanziario globale è stato messo esplicitamente in discussione**.

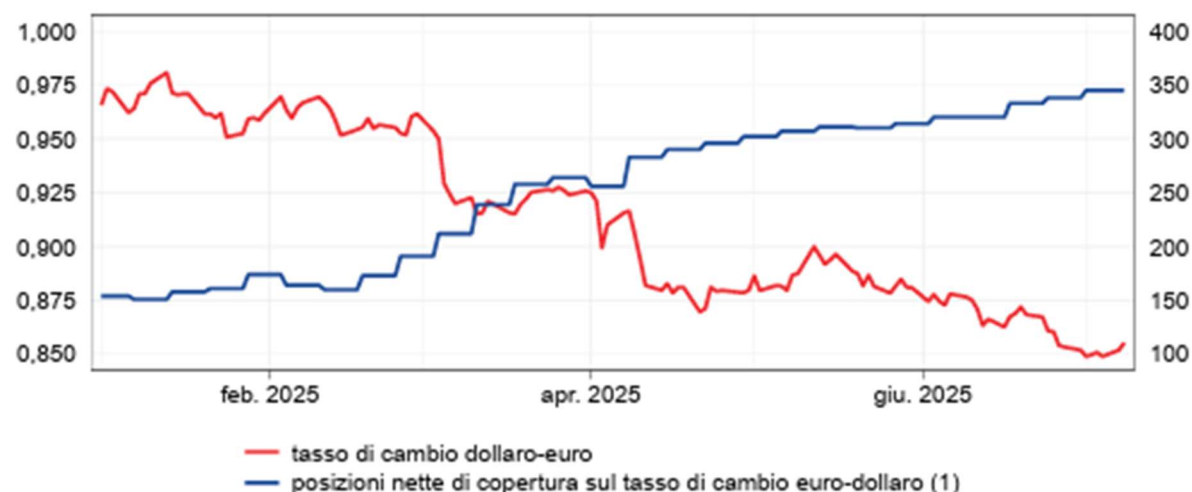
In risposta, gli investitori internazionali hanno iniziato a **ridurre l'esposizione al mercato statunitense**. Molti di essi hanno rafforzato le coperture contro il **rischio di cambio sul dollaro** (fig. 2) – una scelta che, dal punto di vista economico, equivale a una **dismissione parziale di attività denominate nella valuta americana** – e hanno contestualmente accorciato la **durata finanziaria** dei portafogli.

I **rendimenti dei titoli pubblici statunitensi a lunga scadenza** sono aumentati, mentre **il dollaro si è indebolito**, seguendo una dinamica atipica rispetto ai precedenti episodi di tensione finanziaria (fig. 3).

Anche dopo il rientro delle turbolenze, **la valuta americana ha continuato a perdere terreno**, con un andamento divergente rispetto al differenziale di interesse tra Stati Uniti ed Europa (fig. 4). Secondo nostre stime, oltre la metà del deprezzamento registrato dall'inizio di marzo nei confronti dell'euro è attribuibile a una **crescente percezione di rischio associata alla valuta americana**.

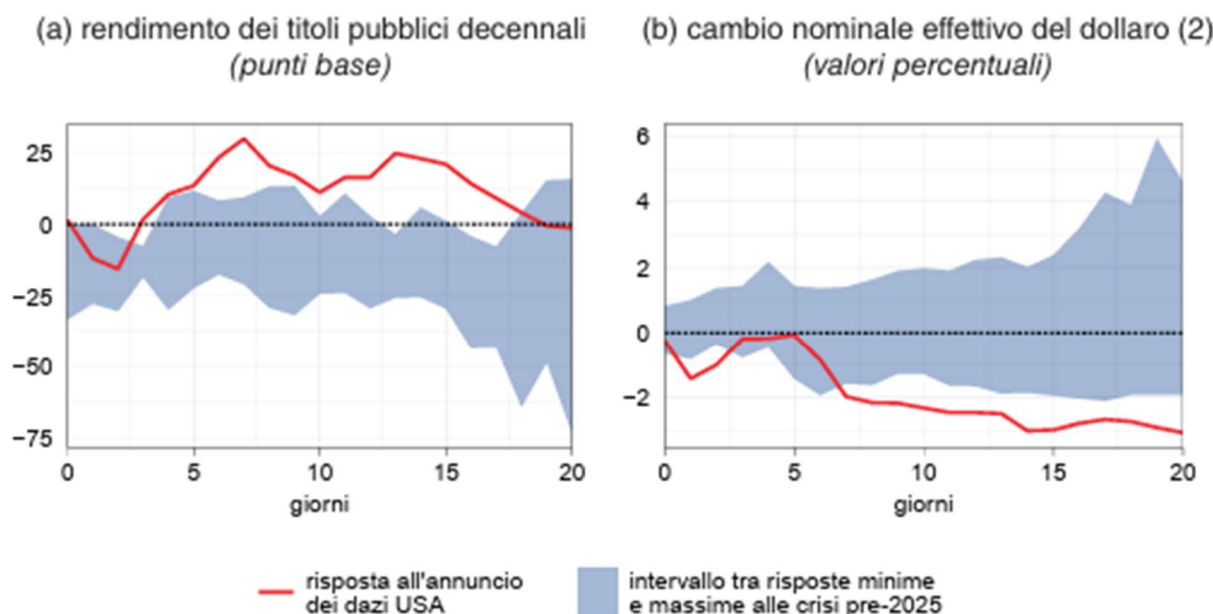
Figura 2

Coperture dei fondi di investimento contro il rischio di cambio sul dollaro
(euro per un dollaro e migliaia di contratti futures)



Fonte: elaborazioni su dati Commodity Futures Trading Commission (CFTC) e London Stock Exchange Group (LSEG).
 (1) Scala di destra. Le posizioni nette di copertura dei fondi di investimento, espresse in migliaia di contratti futures, sono ottenute come differenza tra le posizioni lunghe sul future euro-dollaro (che beneficiano di un deprezzamento del dollaro) e quelle corte (che generano guadagni in caso di apprezzamento).

Risposta dei rendimenti dei titoli pubblici statunitensi e del dollaro a episodi di tensione finanziaria (1)

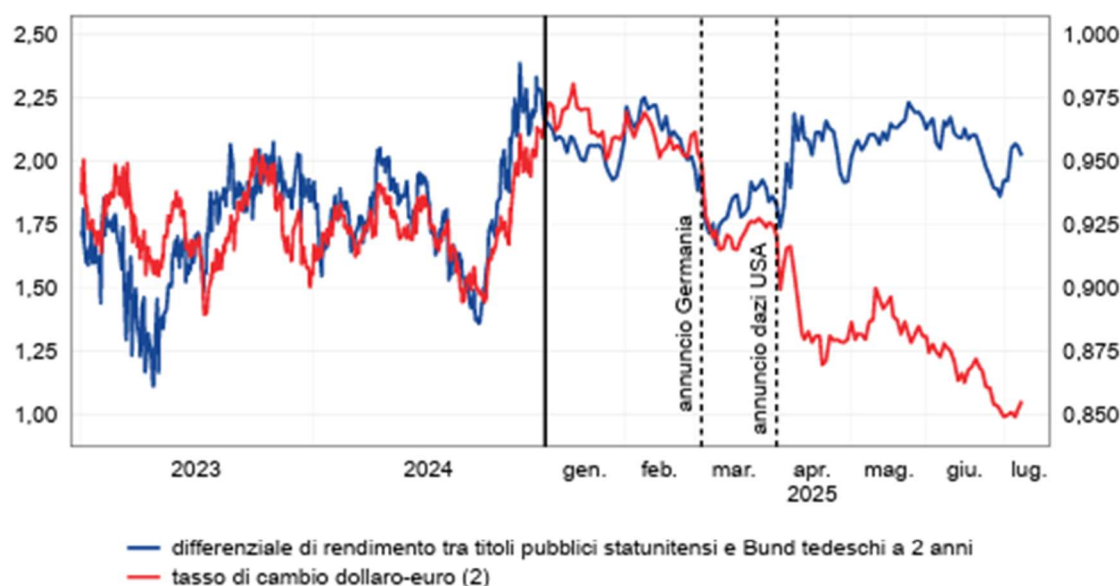


Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

(1) Gli episodi di tensione finanziaria comprendono: la crisi dei mutui sub-prime (2007); il fallimento di Lehman Brothers (2008); la crisi greca (2011); la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro (2011); le elezioni in Grecia (2012); il crollo del mercato azionario cinese (2016); la Brexit (2016); il fallimento della Silicon Valley Bank (2023). La linea rossa indica la risposta successiva al 2 aprile 2025; l'area blu rappresenta l'intervallo tra le risposte minime e massime osservate durante le crisi; cfr. A. Foschi, *Safety switches: the macroeconomic consequences of time-varying asset safety*, Banca d'Italia, Temi di discussione, in corso di pubblicazione. – (2) Un aumento dell'indicatore corrisponde a un apprezzamento del dollaro.

Figura 4

**Tasso di cambio dollaro-euro
e differenziale dei tassi di interesse a 2 anni (1)**
(valori percentuali ed euro per un dollaro)



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

(1) La linea verticale "annuncio Germania" corrisponde al 4 marzo, data in cui il cancelliere Mertz ha annunciato un incremento della spesa pubblica destinata alla difesa e alle infrastrutture. La linea "annuncio dazi USA" si riferisce al 2 aprile, giorno dell'annuncio dell'introduzione di nuovi dazi da parte dell'amministrazione statunitense. – (2) Scala di destra.

Gli effetti sul sistema finanziario europeo

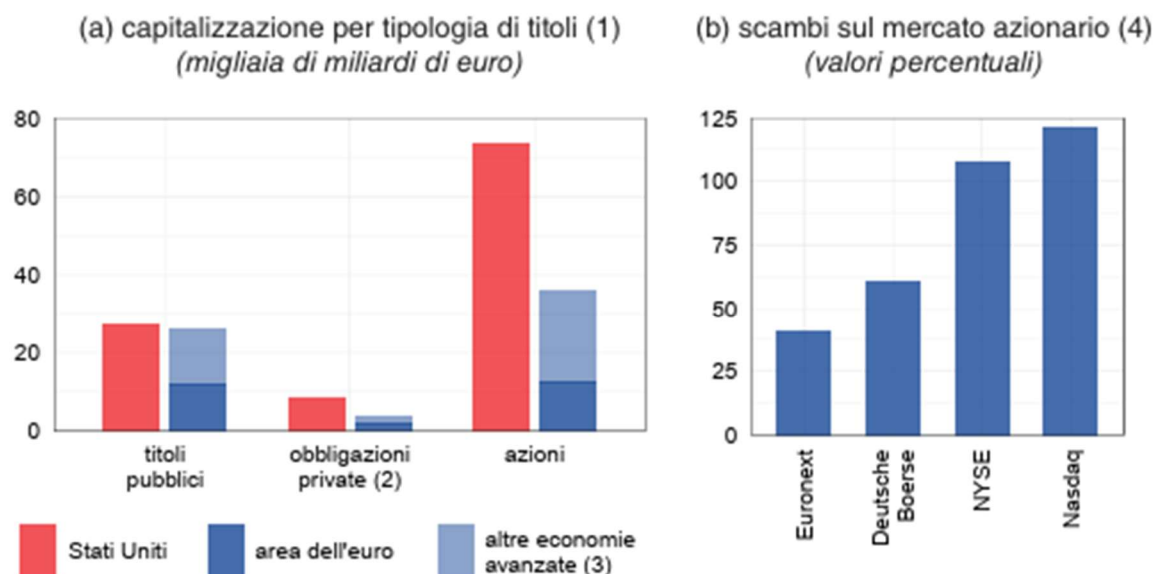
Segnali recenti indicano che l'Europa sta iniziando a beneficiare della crescente **diversificazione valutaria** da parte degli investitori internazionali. Negli ultimi mesi sono aumentate sia la **raccolta dei fondi esteri specializzati in azioni europee**, sia la **domanda di attività a basso rischio denominate in euro**.

Questi movimenti restano tuttavia **limitati**. È un esito prevedibile nel breve periodo, quando gli aggiustamenti si manifestano più facilmente attraverso i prezzi delle attività finanziarie piuttosto che attraverso i volumi.

Una riallocazione su larga scala dei portafogli a livello mondiale è frenata dall'**assenza di alternative concrete al sistema finanziario statunitense**. La dimensione e la liquidità dei mercati americani – azionari, obbligazionari e dei titoli pubblici – sovrastano quelle delle altre principali piazze finanziarie (fig. 5).

Nel medio termine, tuttavia, questi vincoli potrebbero attenuarsi. Un aumento delle emissioni di titoli da parte di operatori internazionali – sostenuto da una domanda globale più diversificata – potrebbe favorire lo sviluppo di mercati in grado di affiancare quelli statunitensi.

Dimensione e liquidità dei mercati: confronto tra Stati Uniti e altri paesi avanzati



Fonte: BCE (Centralized Securities Database), Bloomberg e World Federation of Exchanges.

(1) Consistenze al 31 dicembre 2024. I valori in valuta estera sono convertiti in euro al tasso di cambio di fine anno. I titoli pubblici e le obbligazioni private sono espressi al valore nominale; le azioni a valori di mercato. La classificazione geografica si basa sulla residenza dell'emittente. – (2) Obbligazioni emesse da imprese non finanziarie. – (3) Include Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Svezia e Svizzera. – (4) Rapporto tra scambi e capitalizzazione di mercato.

2.L'integrazione finanziaria europea

Un possibile **ridimensionamento del ruolo centrale dei mercati statunitensi** potrebbe generare tensioni nella fase di transizione, ma aprirebbe nuove opportunità alle economie finora rimaste in secondo piano nel sistema finanziario globale – tra cui l'Europa.

Sono opportunità da costruire. Non si realizzeranno da sole.

Il limitato sviluppo e la minore articolazione del mercato dei capitali europeo riflettono in parte le caratteristiche strutturali dell'economia reale: la diffusa presenza di piccole e medie imprese, finanziate prevalentemente attraverso il credito bancario; un settore pubblico esteso, che gestisce direttamente molti servizi – sanitari, previdenziali, assicurativi – spesso affidati altrove in misura maggiore al mercato¹; una bassa propensione al rischio da parte delle famiglie, che tendono a privilegiare forme di risparmio sicure².

Questo assetto alimenta una tendenza oramai consolidata: ogni anno, l'area dell'euro investe meno di quanto risparmia (3.200 miliardi di euro a fronte di 3.700 nel 2024; fig. 6), al contrario degli Stati Uniti (5.900 miliardi contro 4.700), e presenta una posizione patrimoniale netta verso l'estero positiva, pari al 10 per cento del PIL.

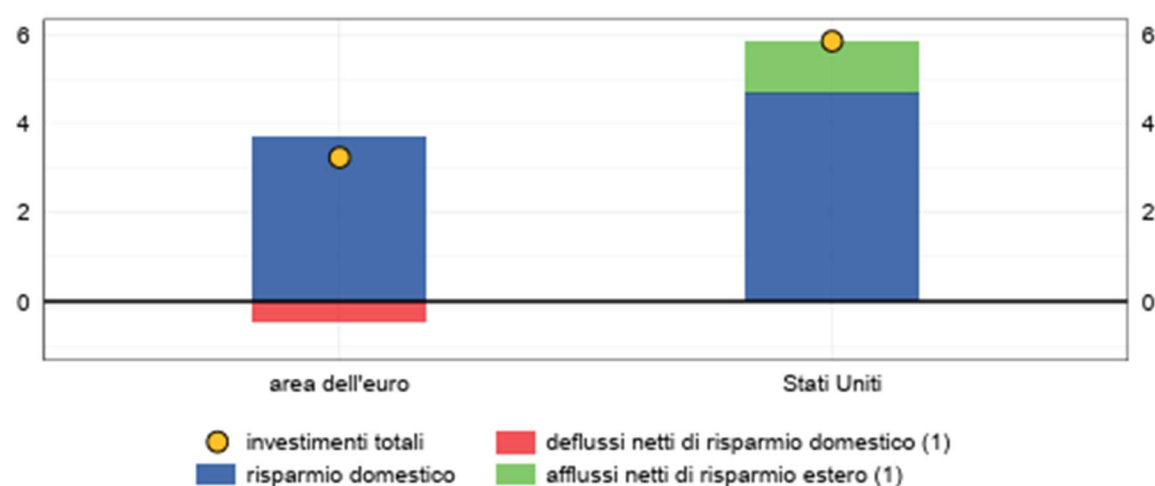
In altri termini, **l'Europa non esporta solo beni, ma anche risparmio – in larga misura verso gli Stati Uniti.**

Ma sullo sviluppo del mercato dei capitali europeo grava soprattutto un'altra debolezza: la **frammentazione del sistema finanziario lungo i confini nazionali**³. Si tratta di un **limite profondo e persistente**: oggi il grado di integrazione delle piazze finanziarie europee resta paragonabile a quello – relativamente basso – di vent'anni fa⁴.

Non è però un vincolo irreversibile. Politiche mirate, capaci di valorizzare i punti di forza dell'economia europea, possono contribuire in modo decisivo a superarlo, offrendo al continente gli **strumenti per trattenere il risparmio che genera, indirizzandolo verso investimenti produttivi.**

Figura 6

Risparmio e investimento negli Stati Uniti e nell'area dell'euro nel 2024 (migliaia di miliardi di euro)



Fonte: Bureau of Economic Analysis e Eurostat.

(1) I flussi netti di risparmio sono la differenza tra investimenti totali e risparmio domestico.

Il mercato unico dei capitali europeo

L'economia europea offre agli investitori **tre importanti punti di forza**: un **capitale umano di alta qualità**, un **mercato interno di grandi dimensioni** e un **assetto istituzionale solido, fondato sul rispetto dello Stato di diritto**.

L'**interazione tra questi elementi** può sprigionare un **potenziale straordinario**. Ma perché ciò accada, è essenziale che **il mercato unico funzioni appieno**.

Dall'avvio del progetto europeo sono stati compiuti progressi significativi. Tuttavia, il disegno resta incompiuto. **I quattro pilastri del mercato unico – beni, servizi, lavoro e capitali – sono interdipendenti e devono operare in modo integrato**. Oggi concentro l'attenzione sul **pilastro finanziario**, ma è evidente che solo un'**integrazione piena lungo tutte le dimensioni** potrà generare benefici concreti per cittadini e imprese.

La Commissione europea – seguendo l'impulso dei **Rapporti Letta e Draghi** – ha rilanciato l'**Unione del mercato dei capitali (UMC)**, un progetto avviato nel 2015, i cui progressi finora non hanno soddisfatto le attese.

L'UMC è un'iniziativa ambiziosa, che richiede **interventi su più fronti**: armonizzazione delle norme societarie, fallimentari e fiscali; uniformità degli obblighi informativi e contabili; rafforzamento della supervisione centralizzata dei mercati.

Per renderla pienamente operativa, tuttavia, serve un passo ulteriore: l'**introduzione di un titolo pubblico europeo.**

Un **benchmark comune privo di rischio** offrirebbe un **collaterale sicuro e accettato ovunque nell'Unione** e permetterebbe di sviluppare comparti strategici, come quelli delle obbligazioni societarie e dei derivati. Migliorerebbe l'efficienza delle controparti centrali, la liquidità degli scambi di titoli e delle transazioni interbancarie, e favorirebbe la diversificazione dei portafogli, riducendo la concentrazione dei rischi.

Ma **i vantaggi dell'UMC vanno ben oltre la dimensione finanziaria.**

Secondo stime condotte in Banca d'Italia, un **mercato dei capitali integrato e fondato su un titolo comune privo di rischio** potrebbe ridurre di mezzo punto percentuale il costo del finanziamento per le imprese, stimolando **investimenti aggiuntivi per 150 miliardi di euro l'anno**. Già solo questo, a regime, si tradurrebbe in un **incremento del PIL europeo dell'1,5 per cento**.

I benefici potrebbero essere ancora più ampi.

Un mercato dei capitali europeo ampio e articolato faciliterebbe il **finanziamento delle iniziative imprenditoriali più dinamiche, ad alto rischio e alto valore aggiunto**. Sosterrebbe **l'innovazione e la competitività dell'economia**. Attrarrebbe **capitali esteri**, rafforzando il ruolo internazionale dell'euro.

Vorrebbe dire **creare lavoro di qualità, più produttivo e meglio retribuito.**

Secondo nostre stime, in uno scenario di questo tipo l'impatto complessivo sul PIL potrebbe essere pari a oltre tre volte quello generato dal solo aumento degli investimenti⁶.

3. Banche e tecnologia

(...)

4. La politica monetaria nell'area dell'euro

Nell'ultimo anno, l'**inflazione nell'area dell'euro** è tornata in linea con l'**obiettivo del 2 per cento**. Ciò ha consentito al Consiglio direttivo della BCE di **ridurre il tasso di riferimento otto volte, portandolo al 2 per cento**.

La **questione centrale** è ora se l'attuale livello dei tassi sia adeguato a mantenere l'inflazione in prossimità dell'obiettivo, evitando scostamenti persistenti in entrambe le direzioni.

Il ripristino della stabilità dei prezzi e la disponibilità di un ampio spazio di manovra collocano il Consiglio in una posizione favorevole per valutare attentamente le sue prossime mosse.

Le più recenti **proiezioni dell'Eurosistema** indicano una **discesa dell'inflazione all'1,4 per cento all'inizio del 2026**, seguita da un **ritorno al 2 nell'anno successivo**. Si tratta di uno **scenario soggetto a forti incertezze, in un contesto globale instabile e in rapida evoluzione**.

Le proiezioni si basano su ipotesi relative ai **prezzi dell'energia** e al **tasso di cambio euro-dollaro** – due variabili notoriamente volatili – che gli sviluppi delle ultime settimane hanno già superato. L'**incertezza geopolitica in Medio Oriente** ha spinto il **prezzo del petrolio** oltre i livelli ipotizzati; al tempo stesso, **l'euro si è apprezzato ben più del previsto rispetto al dollaro**.

Una ulteriore, significativa **fonte di incertezza** riguarda i **dazi** che saranno effettivamente applicati dagli Stati Uniti. Le proiezioni assumono il mantenimento delle misure oggi in vigore, che sottrarrebbero mezzo punto percentuale alla

crescita nell'area dell'euro tra il 2025 e il 2027, con effetti contenuti sull'inflazione.

Dazi più elevati e un'incertezza prolungata sulle politiche commerciali determinerebbero effetti ben peggiori sulla crescita¹⁹ e potrebbero influenzare le dinamiche inflazionistiche.

Un marcato **calo della domanda di prodotti europei da parte degli Stati Uniti** e il **riorientamento delle merci cinesi sui nostri mercati eserciterebbero pressioni al ribasso sui prezzi**. In scenari estremi, tuttavia, l'inasprimento delle barriere doganali potrebbe frammentare le filiere produttive globali, aumentando i costi di produzione e alimentando l'inflazione.

In questo contesto, il Consiglio direttivo ha confermato l'intenzione di mantenere un **approccio agile e pragmatico**, decidendo di volta in volta sulla base delle informazioni disponibili e del loro impatto sulle prospettive di inflazione.

Se i rischi al ribasso sulla crescita dovessero rafforzare le tendenze disinflazionistiche, sarà opportuno proseguire nell'allentamento monetario.

Queste valutazioni rispecchiano i principi riaffermati nella recente **revisione della strategia di politica monetaria**: la simmetria dell'obiettivo di inflazione, l'orientamento di medio periodo e il ruolo centrale dei tassi di interesse tra gli strumenti disponibili.

L'esperienza dell'ultimo decennio – segnato prima da una **fase prolungata di inflazione molto bassa** e poi da **shock inflazionistici di forte entità** – ha evidenziato la necessità di **reagire con decisione a deviazioni persistenti**

dall'obiettivo, in entrambe le direzioni, e di mantenere ben ancorate le aspettative.

Ha inoltre confermato l'importanza di **affiancare allo scenario di base l'analisi dei rischi e delle incertezze che lo circondano, anche attraverso l'elaborazione di scenari alternativi.**

Nel confermare il **ruolo centrale dei tassi di interesse**, il Consiglio ha ribadito l'importanza di mantenere disponibile **l'intero insieme degli strumenti già impiegati in passato**: acquisti di titoli pubblici e privati, operazioni di rifinanziamento a lungo termine, tassi negativi, indicazioni prospettiche sull'orientamento della politica monetaria (forward guidance). Si tratta di strumenti da utilizzare con discernimento, ma che possono rivelarsi **essenziali quando i tassi ufficiali si avvicinano al limite inferiore o emergono disfunzioni nella trasmissione della politica monetaria.**

La revisione della strategia è stata infine l'occasione per riflettere sugli **effetti economici dei fenomeni che stanno trasformando il mondo produttivo: le tensioni geopolitiche, la frammentazione commerciale, l'accelerazione dell'innovazione – in particolare nel campo dell'intelligenza artificiale.**

Questi fattori potrebbero **aumentare la frequenza e l'intensità degli shock sull'inflazione.** Affrontarli richiederà analisi tempestive, decisioni rapide e una comunicazione efficace, fondata anche sull'uso di scenari alternativi e analisi di sensitività.

5. Conclusioni

Il sistema finanziario internazionale sta attraversando una fase di **profondo cambiamento**. In un contesto in cui cresce l'incertezza sul **ruolo degli Stati Uniti nell'economia mondiale**, gli investitori sono alla ricerca di **alternative al dollaro e ai mercati americani**, avviando – seppur gradualmente – un parziale **riorientamento dei portafogli globali**.

Questo scenario apre **nuove opportunità per l'Europa**.

Opportunità che potranno essere colte solo rilanciando con determinazione il **progetto di integrazione**, completando il **mercato unico** e adottando **politiche comuni per l'innovazione, la produttività, la crescita**.

A tal fine è essenziale rafforzare l'**architettura finanziaria dell'Unione**, creando le condizioni per attrarre e trattenere capitali. Significa superare l'attuale **frammentazione del sistema finanziario**, completare l'**Unione dei mercati dei capitali** e offrire agli investitori un **titolo comune privo di rischio**.

È una **sfida istituzionale e politica**, ma anche l'occasione per ridurre la **dipendenza da circuiti esterni** e valorizzare il **potenziale dell'economia europea**.

Il **nuovo mondo finanziario** che si va delineando sarà **più incerto, più volatile, più competitivo**. In questo contesto, le banche dovranno fare sempre più affidamento sulla tecnologia per restare efficienti, redditizie e vicine alla clientela. L'intelligenza artificiale, l'uso strategico dei dati, la sicurezza informatica saranno fattori determinanti per competere con successo. Queste tendenze stanno

comportando un significativo aumento dei rischi operativi, che richiede attenzione da parte degli intermediari e delle autorità.

In un ambiente sempre più tecnologico il capitale umano rimane centrale: per affrontare efficacemente il cambiamento, le banche dovranno investire sulle persone, accrescendone le competenze e puntando su di esse per guidare l'innovazione.

Nei prossimi mesi la **politica monetaria** dovrà restare improntata a **flessibilità e pragmatismo**. Il **ritorno dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento** segna un progresso significativo, ma **il quadro resta esposto a molteplici rischi**. In questo contesto, sarà fondamentale continuare a valutare di volta in volta le prospettive e i rischi per la stabilità dei prezzi.

In un mondo che cambia, l'Europa ha le risorse per svolgere un ruolo da protagonista. A condizione di agire con determinazione, visione e spirito di coesione.

- 1) Ad esempio, **negli Stati Uniti i contributi previdenziali dei lavoratori confluiscono nei fondi pensione, che li investono in attività a lungo termine. In Europa, invece, i sistemi pensionistici si basano prevalentemente sul modello pubblico a ripartizione, dove i contributi correnti finanziano le pensioni in pagamento, senza generare domanda di strumenti finanziari.**
- 2) K. Bekhtiar, P. Fessler e P. Lindner, Risky assets in Europe and the US: risk vulnerability, risk aversion and economic environment, European Central Bank, Working Paper Series, 2270, 2019 mostrano che **il 70 per cento delle famiglie europee dichiara di non essere disposta ad assumere rischi finanziari, contro circa il 40 per cento negli Stati Uniti.**
- 3) Gli effetti della frammentazione finanziaria europea sono analizzati in F. Panetta, L'Europa deve pensare in grande per costruire la sua unione dei mercati dei capitali, "The ECB Blog", 30 agosto 2023; Banca d'Italia, Considerazioni finali del Governatore, Roma, 31 maggio 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, aprile 2024; M. Draghi, The future of European competitiveness, settembre 2024.
- 4) BCE, Financial Integration and Structure in the Euro Area, giugno 2024.
- 5) L.F. Signorini, Unione del Risparmio e degli Investimenti, intervento a VIGOnomics, Roma, 30 aprile 2025.
- 6) M. Caivano, P. Cova, K. Pallara, M. Pisani e F. Venditti, The economic impact of European capital market integration, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.
- 7) (...)
- 8) (...)
- 9) (...)
- 10) (...)
- 11) (...)
- 12) (...)
- 13) (...)
- 14) (...)
- 15) (...)
- 16) (...)
- 17) (...)
- 18) (...)
- 19) Secondo uno scenario avverso elaborato dagli esperti della BCE **l'impatto negativo sulla crescita triplicherebbe qualora i dazi venissero portati al livello annunciato dall'amministrazione statunitense lo scorso 2 aprile e l'Unione europea adottasse misure ritorsive.**