

## Presentazione

L'incertezza si conferma una delle note dominanti dell'edizione 2025 dell'*Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani*. Le discontinuità nella politica americana, la probabile riduzione del multilateralismo, le guerre commerciali in corso, i flussi migratori sempre più imponenti, il diffondersi dei conflitti e la crescente militarizzazione di molti Paesi incidono sulla fiducia di famiglie e imprese, dilazionando le scelte di consumo e di investimento.

Sono in atto oggi nel mondo 56 guerre – il numero più elevato dalla Seconda Guerra Mondiale – che coinvolgono, direttamente o indirettamente, almeno 92 Paesi. Nel solo 2024, i conflitti hanno provocato oltre 233.000 vittime; più di 100 milioni di persone sono state costrette a migrare per sfuggire alle violenze e alla fame. L'approccio dell'Amministrazione americana nelle relazioni internazionali appare sempre più unilaterale e nazionalista. La collaborazione sui temi globali è in calo, con un numero decrescente di accordi a livello internazionale; l'incidenza degli organismi sovranazionali nella risoluzione dei problemi appare sminuita. Al contempo, l'Unione Europea, emblema della pace dopo la Seconda Guerra Mondiale, fatica a proiettare la propria influenza per prevenire o fermare le ostilità.

Malgrado ciò, l'economia mondiale cresce e i rischi di recessione paventati a inizio 2025 – in particolare per gli Stati Uniti – sembrano venir meno, mentre il processo di normalizzazione della politica monetaria pare ormai prossimo a concludersi. Dopo la lotta alla deflazione, che aveva portato i tassi di interesse in territorio negativo, e il rialzo dell'inflazione seguito all'invasione russa dell'Ucraina, ora le condizioni monetarie sono vicine alla cosiddetta neutralità, soprattutto in Europa.

L'attitudine a investire in settori ad alta capacità produttiva spiega le differenti prospettive di crescita dell'economia americana rispetto a quella europea. Non mancano tuttavia segnali di reazione da parte dell'Unione, principalmente legati alle maggiori spese per la Difesa. In Germania, il nuovo Governo ha eliminato i vincoli alla crescita del debito e istituito un fondo infrastrutturale da 500 miliardi di euro, da spendere in 10 anni. Anche l'economia italiana appare più resiliente: persiste un buon livello di competitività dei nostri prodotti nel mercato internazionale; il sistema bancario è solido e profittevole; la disponibilità di risparmio da parte di famiglie e imprese resta elevata.

L'*Indagine 2025* conferma quest'ultima caratteristica: nel campione (esteso quest'anno a 1.700 capifamiglia), il peso dei risparmiatori si colloca poco sotto il 60 per cento, sostanzialmente in linea con il dato del 2024 e in netto aumento rispetto alle due precedenti rilevazioni. L'intensità del risparmio, ovvero la percentuale di reddito che gli intervistati dichiarano di riuscire ad accumulare per le proprie esigenze future, raggiunge l'11,2 per cento, in calo dai picchi toccati durante la pandemia ma comunque ampiamente sopra i livelli di inizio anni Duemila.

Sorprendentemente, e in contrasto con la teoria del ciclo di vita di Modigliani, la propensione al risparmio non si riduce nella *Silver Age*, la fascia di età compresa tra i 60 e gli 85 anni, cui l'*Indagine* dedica un ampio approfondimento: circa due «silver» su tre continuano ad accantonare una

percentuale piuttosto consistente delle entrate, vuoi per motivazioni di carattere ereditario, vuoi per ragioni precauzionali legate a possibili imprevisti, alla tutela della salute o alla necessità di far fronte ai costi della longevità. Sono le donne silver, più che gli uomini, a evidenziare una crescita della propensione a risparmiare: la quota di reddito accantonata passa dal 10,2 per cento a 55 anni al 13,5 per cento a 79 anni, per stabilizzarsi poco sotto il 13 per cento a partire dagli 80 anni. Per entrambi i generi, l'intensità del risparmio si mantiene comunque superiore al 10 per cento, anche con l'avanzare degli anni: un valore sostanzialmente in linea con la media degli individui in età lavorativa.

Questo accumulo di ricchezza, trasversale alle diverse generazioni del campione, fatica tuttavia a tradursi in maggiori consumi e ad alimentare gli investimenti produttivi: in altri termini, benché solidamente radicato nella cultura delle famiglie italiane, il risparmio resta una risorsa sottoutilizzata. Come notano anche gli Autori, la resilienza sociale ed economica, che costituisce una delle missioni del risparmio (potremmo definirla la sua «missione pubblica», a complemento di quella «privata»), resta un obiettivo in parte mancato.

Diversi fattori, culturali e strutturali, spiegano la difficoltà di innescare un circolo virtuoso tra risparmio e investimenti. Nel caso italiano, rilevano la bassa propensione al rischio delle famiglie, la scarsa cultura finanziaria, la preferenza accordata alla liquidità e all'investimento immobiliare: caratteristiche che, anche quest'anno, l'*Indagine* puntualmente conferma, seppure con qualche progresso rispetto alle passate edizioni. Sotto il profilo strutturale, incidono l'ampio sviluppo della previdenza obbligatoria, ma anche la particolare conformazione del tessuto industriale – che vede una prevalenza di operatori di piccola e media dimensione – e il limitato accesso delle imprese ai mercati dei capitali.

Non si tratta, tuttavia, di una questione esclusivamente italiana: la stessa Unione Europea conta ogni anno un volume di investimenti inferiore di circa 400 miliardi ai risparmi delle famiglie. Sul punto è intervenuto, nel settembre dello scorso anno, il *Rapporto Draghi*, rilevando che la frammentazione dei mercati e la mancanza di significativi afflussi di risparmio a lungo termine continuano a ostacolare l'efficienza dell'intermediazione finanziaria in Europa. Sotto il secondo profilo, pesa l'insufficiente sviluppo dei fondi pensione: in base alle ultime evidenze disponibili, le attività pensionistiche si attestano nell'UE al 32 per cento del PIL, a fronte del 142 per cento degli Stati Uniti e del 100 per cento del Regno Unito. A ciò si aggiunge l'allocazione di portafoglio dei fondi pensione, che vede un forte impegno dei *player* anglosassoni sul mercato azionario.

Proprio a partire dal riconoscimento di questi elementi di debolezza, la Commissione Europea ha presentato nel marzo di quest'anno un ambizioso progetto di Unione dei Risparmi e degli Investimenti. L'iniziativa, che fa leva sui passi (peraltro piuttosto lenti) già compiuti sui due fronti della Capital Markets Union e della Banking Union, nasce con l'obiettivo di offrire alle famiglie più ampie opportunità di investimento e di agevolare l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali. Sarà importante capire come le linee strategiche delineate nel progetto riusciranno a tradursi, già a partire dal secondo semestre del 2025, in azioni concrete, che potranno assumere la veste di iniziative comuni, ma anche di provvedimenti elaborati dagli stessi Stati membri. Nella visione «olistica» della Commissione, anche gli intermediari giocheranno un ruolo cruciale: nel facilitare l'accesso dei risparmiatori ai mercati finanziari, anche attraverso consulenza e soluzioni di in-

vestimento innovative, in particolare in un'ottica di lungo termine; nel sostenere la crescita delle imprese con il credito e nell'accompagnarne la partecipazione ai mercati dei capitali; nel promuovere gli investimenti sui fronti strategici dell'innovazione e della decarbonizzazione, contribuendo all'affermazione di un modello di crescita sostenibile.

Una questione critica sarà la disponibilità dei Paesi membri dell'Unione a superare le divergenze e i timori di perdita di sovranità nazionale in ambito finanziario. Altrettanto rilevante risulterà il tema dell'attrattività dei mercati azionari europei: se mediamente i gestori europei investono nel mercato americano, che rappresenta il 60 per cento circa dell'indice globale, è perché li individuano il miglior *trade-off* tra rischio e rendimento, nell'interesse di chi ha affidato loro i risparmi. Lo provano i dati: negli ultimi cinque anni, il rendimento dell'indice S&P500 è risultato pari al 15,5 per cento annuo, a fronte dell'8-10 per cento dell'Euro Stoxx 50; lo Sharpe ratio, che corregge il rendimento dell'investimento in relazione al rischio assunto, risulta poco meno che doppio sul mercato americano rispetto a quello europeo.

Gli ostacoli sono dunque molteplici e le esperienze della Capital Markets Union e della Banking Union, con i ritardi e i tempi lunghi di implementazione, non appaiono sinora incoraggianti: tuttavia, se attuata con determinazione, privilegiando le aree di intervento dove maggiore è la probabilità di concentrare il consenso, l'Unione dei Risparmi e degli Investimenti potrebbe segnare una svolta per la competitività europea nei prossimi decenni. Da questo punto di vista, il processo di lenta maturazione del risparmiatore che l'*Indagine* delinea – più attento al lungo termine, più consapevole della necessità di affrontare qualche rischio, più conscio dei propri limiti in materia finanziaria e della necessità di farsi guidare da professionisti – rappresenta sicuramente una buona notizia.

Gregorio De Felice  
Chief Economist Intesa Sanpaolo

Milano, luglio 2025