



POLITECNICO  
MILANO 1863

**AIPB** ASSOCIAZIONE  
ITALIANA  
PRIVATE  
BANKING

 Intermonte

Quaderni di ricerca Intermonte

---

**Economia reale e *Private Banking*:  
cosa è cambiato in Italia  
negli ultimi anni**

n. 8 - settembre 2025



---

# Indice

	pagina
<b>Presentazione (Intermonte SIM)</b>	<b>3</b>
<b>Presentazione (AIPB)</b>	<b>4</b>
<i>Executive summary</i>	<b>5</b>
<b>1. Il risparmio e l'Economia "reale" in Italia: cosa è cambiato negli ultimi anni</b>	<b>7</b>
□ I risultati della ricerca pubblicata nel 2020	7
□ L'Economia "reale" e il risparmio degli italiani: la situazione aggiornata	8
□ Evoluzione dei mercati borsistici italiani	10
□ I flussi finanziari verso l'Economia "reale" in Italia	11
□ Alcune considerazioni	18
<b>2. Private Banking ed Economia "reale"</b>	<b>21</b>
□ Il Private Banking in Italia: caratteristiche ed evoluzione del settore	21
□ Private Banking e Economia "reale" italiana: l'impatto del settore	23
□ Alcune considerazioni	27
<b>3. Conclusioni e proposte</b>	<b>29</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>31</b>
<b>Il gruppo di ricerca</b>	<b>33</b>

---

---

# Presentazione

## Intermonte SIM

Intermonte, *investment bank* di riferimento per PMI e investitori sul mercato italiano, conferma il suo impegno nel supportare la ricerca e rinnova la sua collaborazione con la School of Management del Politecnico di Milano: l'ottava edizione dei "Quaderni di ricerca Intermonte" analizza le diverse forme di finanziamento all'economia "reale" del Paese, con un focus particolare sul sostegno alle aziende produttive da parte dell'industria del Private Banking italiana. A partire dall'analisi già svolta nel gennaio 2020, in cui venivano approfonditi il contributo del risparmio privato e il ruolo del Private Banking, questa nuova edizione si propone di valutare come si siano evolute le dinamiche di finanziamento all'economia reale, alla luce dei profondi cambiamenti avvenuti negli ultimi anni - tra cui la pandemia da Covid-19, il ritorno dell'inflazione e dell'era dei tassi d'interesse positivi e l'esacerbarsi delle tensioni geopolitiche - e degli sforzi dei *policymaker* per rilanciare il mercato dei capitali come strumento fondamentale di sostegno alle imprese.

I risultati raccolti nel 2020 furono piuttosto deludenti rispetto al contributo del risparmio delle famiglie all'economia reale, ma, di contro, venne rimarcata la forte vocazione del Private Banking, cui competeva una quota rilevante degli investimenti diretti (circa il 70%) e una maggiore attenzione a conservare le risorse investite nel Paese rispetto alla media dell'ecosistema. L'analisi di oggi mostra come, purtroppo, negli ultimi cinque anni il supporto del Sistema Italia all'economia reale, al netto delle rivalutazioni degli *asset* dovute alla buona *performance* dei mercati azionari, sia calato. Un dato evidente sia per le famiglie italiane, che, in maniera molto più marcata, per il sistema bancario, che ha sensibilmente ridotto gli impieghi verso l'economia produttiva, privilegiando l'esposizione verso i titoli di Stato. In questo contesto si distingue, ancora una volta in controtendenza, il settore del Private Banking, che continua ad offrire un apporto significativo al sistema produttivo, sia tramite investimenti diretti, sia attraverso il risparmio gestito, confermandosi un attore chiave grazie alla sua capacità di interfacciarsi, da un lato, con le imprese - spesso guidate da imprenditori che sono anche clienti di questo settore - e dall'altro con una fascia di investitori *private* con più elevata propensione al rischio e una visione orientata al medio-lungo termine.

La ricerca si conclude con alcune proposte operative volte a favorire l'afflusso di risorse finanziarie verso il sistema produttivo, ispirandosi anche ad esperienze virtuose già sperimentate con successo in altri Paesi. Con questa analisi ci auguriamo di fornire interessanti spunti di riflessione per i numerosi soggetti coinvolti - dalle aziende agli investitori, sia privati sia istituzionali, dai gestori del risparmio agli intermediari finanziari, fino al legislatore - e siamo lieti che Intermonte possa contribuire in modo concreto al dibattito sullo sviluppo del mercato dei capitali, con l'auspicio che quest'ultimo diventi uno strumento sempre più efficiente al servizio delle PMI italiane.

Un ringraziamento particolare va al Politecnico di Milano, con cui prosegue un rapporto di collaborazione solido e proficuo, e all'Associazione Italiana Private Banking, il cui contributo è stato essenziale.

Guglielmo Manetti  
Amministratore Delegato Intermonte SIM

# Presentazione

AIPB

L'Europa ha bisogno di un nuovo slancio. Secondo le stime presentate da Mario Draghi nel suo recente rapporto alla Commissione Europea, per rilanciare la produttività e affrontare le grandi transizioni in atto – digitale, energetica, industriale – servono fino a 800 miliardi di euro all'anno di nuovi investimenti. Una cifra che rende evidente la portata della sfida e la necessità di interrogarsi su come rendere più efficiente e orientato alla crescita il sistema economico europeo e, con esso, quello italiano.

In questo contesto, il presente Rapporto si propone di analizzare come si finanziano oggi le imprese italiane non finanziarie, quelle che costituiscono l'ossatura dell'economia reale. La fotografia è chiara: in sei anni le loro passività sono cresciute di oltre 1.000 miliardi di euro, passando da 3.754 a 4.803 miliardi. Un'espansione rilevante che, tuttavia, non si è tradotta in una crescita economica proporzionale e duratura.

Il cuore dell'analisi riguarda proprio la composizione delle fonti di finanziamento. Le imprese italiane si affidano ancora in larga misura a strumenti tradizionali: capitale detenuto dalle famiglie imprenditoriali (31%), credito bancario (14%) e autofinanziamento (13%). Gli investitori di mercato, come fondi e assicurazioni, rivestono invece un ruolo marginale – un dato che non sorprende se si considera il numero limitato di imprese quotate e il ricorso ancora modesto a strumenti alternativi come i *minibond*. Si configura così un sistema in cui prevalgono modalità di finanziamento adatte a sostenere progetti ordinari, ma poco efficaci nell'affrontare le sfide di lungo periodo, come l'innovazione, la crescita dimensionale e l'espansione sui mercati internazionali.

Eppure, l'evidenza empirica – raccolta anche grazie alla ricerca condotta da AIPB in collaborazione con Prometeia – mostra che le imprese che diversificano le fonti di finanziamento presentano *performance* ampiamente superiori. La diversificazione, dunque, non è un principio astratto, ma una condizione abilitante per uno sviluppo più solido e dinamico.

In questo scenario, il Private Banking può e deve giocare un ruolo strategico su due fronti distinti ma complementari.

Da un lato, come modello di servizio rivolto all'investitore, è chiamato a favorire un'allocatione del risparmio capace di contribuire al finanziamento dell'economia reale, nel rispetto dei principi di diversificazione, concentrazione e orizzonte temporale del cliente; in questo ambito, il settore ha già fatto molto: dei circa 40 miliardi di euro di azioni quotate detenute dalle famiglie italiane, ben 33 miliardi sono allocati all'interno dei portafogli *private*.

Dall'altro lato, il Private Banking può supportare il cliente imprenditore non solo in quanto investitore, ma anche come proprietario e guida dell'impresa, contribuendo a sensibilizzarlo sulle quattro dimensioni strategiche fondamentali: crescita, diversificazione delle fonti di finanziamento, *governance* e continuità aziendale.

Attraverso questo Rapporto, AIPB, Intermonte e il Politecnico di Milano intendono offrire un contributo alla comprensione delle dinamiche che regolano il rapporto tra capitale e impresa in Italia, nella convinzione che solo una finanza più aperta, consapevole e articolata potrà sostenere davvero la crescita del Paese.

Desidero quindi ringraziare Intermonte e il Politecnico di Milano per averci coinvolto in un progetto di pubblico interesse, Morningstar, senza la cui collaborazione tecnica non avremmo potuto realizzare questa indagine, e tutti i Soci AIPB per la loro consueta collaborazione nelle ricerche sul mercato del Private Banking.

Andrea Ragaini

Presidente AIPB Associazione Italiana Private Banking

---

## Executive summary

Cinque anni fa Intermondo SIM, Politecnico di Milano e AIPB proposero una stima di quanto il risparmio degli italiani andasse direttamente (attraverso titoli del mercato mobiliare) o indirettamente (attraverso gli intermediari come banche, assicurazioni e fondi) a coprire il fabbisogno finanziario delle imprese del comparto industriale (manifattura e servizi) inclusi l'ambito immobiliare e infrastrutturale, ovvero di quella che viene spesso definita l'Economia "reale".

I risultati furono abbastanza deludenti.

Al 31/12/2018 il valore del risparmio delle Famiglie che direttamente o indirettamente finanziava l'Economia "reale" in Italia era € 1.318 miliardi, di cui € 931 miliardi direttamente e il resto tramite gli intermediari, le banche e gli investitori istituzionali. Tutto questo a fronte di uno *stock* di attività finanziarie detenute dalle Famiglie pari a circa € 4.200 miliardi. Le masse allocate direttamente o indirettamente al debito pubblico erano invece pari a € 1.073 miliardi, di cui 'solo' € 209 miliardi direttamente e il resto tramite gli intermediari, le banche, le assicurazioni e gli investitori istituzionali. Il resto del patrimonio andava a coprire investimenti all'estero.

La ricerca conteneva anche un *focus* sul Private Banking, il mondo dei servizi di gestione personalizzata di portafogli finanziari e/o consulenza finanziaria 'evoluta' a soggetti che vantano un patrimonio di una certa consistenza. Al Private Banking competeva una quota molto rilevante degli investimenti diretti in Economia Reale (circa il 70%) e una attenzione maggiore a conservare le risorse investite nel Paese rispetto alla media dell'ecosistema.

Questa ricerca, alla luce di quanto è successo negli ultimi 6 anni (fra cui eventi del tutto eccezionali come la pandemia Covid, il ritorno dell'inflazione e dei tassi d'interesse positivi e le tensioni geopolitiche internazionali) e degli sforzi che i *policymaker* stanno implementando per dare nuova linfa ai mercati del capitale a supporto delle imprese (in particolare *mid cap* e *small cap*), si pone l'obiettivo di capire cosa è cambiato dalla situazione di allora, raccogliendo tutte le informazioni disponibili più recenti.

Attingendo ai dati di Banca d'Italia, al 31/12/2024 le passività principali delle Imprese non finanziarie si riferivano al capitale azionario (€ 2.653 miliardi, +49% rispetto a fine 2018 grazie soprattutto all'aumento degli indici di mercato e dei multipli di valutazione), seguito dai prestiti (€ 1.083 miliardi, stabile). Le obbligazioni continuano a occupare un ruolo marginale ma in crescita (€ 200,5 miliardi, +33%).

Per contro, lo *stock* di attività finanziarie detenute dalle Famiglie valeva circa € 5.945 miliardi, di cui una parte ancora più consistente rispetto al 2018 (€ 1.594 miliardi, +14%) detenuta in liquidità a vista, € 493 miliardi in obbligazioni (+76%, in gran parte titoli di stato e obbligazioni bancarie, ma anche obbligazioni estere), poi € 1.669 miliardi in azioni e partecipazioni *equity* (di cui € 1.501 miliardi in società non quotate, tipicamente aziende familiari, 'solo' € 40 miliardi in società quotate non finanziarie italiane e € 90 miliardi in società quotate estere).

Completano il quadro delle attività detenute dalle famiglie € 850 miliardi investiti in fondi comuni (di cui più della metà gestiti all'estero) e ben € 1.133 miliardi in prodotti assicurativi. Sempre al 31/12/2024, il totale degli impieghi dall'estero (ovvero quanto vale l'investimento fatto dagli stranieri nell'economia italiana) risultava pari a € 3.641 miliardi (+94%), di cui il 23% a favore di società non finanziarie e il 21% nel debito pubblico.

Per quanto riguarda invece gli investimenti finanziari dall'Italia verso l'estero, lo *stock* era pari a € 3.743 miliardi (+149% rispetto a fine 2018), di cui il 21% detenuto dalle famiglie e il 24% da intermediari, fondi comuni italiani e assicurazioni.

Applicando il modello '*input-output*' à-la-Leontief adottato nella ricerca precedente alle nuove consistenze è stato possibile osservare cosa è cambiato nello *stock* di risorse che in termini integrati va a supportare l'Economia "reale" nazionale.

I risultati sono poco incoraggianti. È vero che il contributo complessivo diretto e indiretto che le Famiglie vantano verso le imprese non

finanziarie è aumentato fino a € 1.577 miliardi (+20%) ma al netto dell'effetto "mercato" - che ha fatto incrementare i valori dell'*equity* presente nei portafogli - si evidenzia invece un calo, soprattutto rispetto ai titoli quotati.

I numeri testimoniano che negli ultimi 6 anni le risorse gestite dagli intermediari hanno decisamente privilegiato i titoli di Stato rispetto all'Economia "reale". Guardando al debito pubblico, la crescita dell'investimento 'integrato' è infatti decisamente maggiore (+47%) e totalizza € 1.580 miliardi. L'incremento (€ 508 milioni) equivale praticamente alla crescita del debito pubblico italiano registrata nei 6 anni (pari a € 524 miliardi).

Andando nel dettaglio, sono state soprattutto le banche a ridurre gli impieghi verso l'Economia "reale" (lo *stock* dei prestiti è sceso da € 679 miliardi a € 599 miliardi, -12%). Gli altri intermediari (ausiliari finanziari, fondi comuni, assicurazioni) hanno invece registrato un aumento dell'esposizione verso le imprese, ma molto simile all'incremento degli indici di mercato: i nuovi flussi netti sono contenuti.

Per quanto riguarda la bilancia degli investimenti esteri, la ricchezza investita da Famiglie e intermediari verso l'estero è salita a € 3.382 miliardi (+55%), di cui il 27% detenuto direttamente dalle Famiglie mentre gli investimenti dall'estero sono cresciuti solo del 26% arrivando a € 3.262 miliardi.

Passando a osservare il contributo del Private Banking (arrivato a fine 2024 a un valore di *asset under management* pari a € 1.257 miliardi, ovvero quasi il 30% delle attività finanziarie investibili delle Famiglie), la ricerca, elaborando i dati forniti da 40 soci AIPB e da Morningstar, conduce a un totale investito dal Private Banking nell'Economia "reale" italiana al 31/12/2024 di circa € 168 miliardi, in aumento rispetto a fine 2018 del 39%. Questo valore può essere suddiviso fra raccolta amministrata direttamente (azioni di imprese non finanziarie per € 33,4 miliardi e obbligazioni per € 3,4 miliardi, con un incremento che supera l'effetto "mercato") e raccolta indiretta attraverso i prodotti del risparmio gestito (€ 4,6 miliardi attraverso fondi e € 9,15 miliardi attraverso la gestione patrimoniale); il resto è il contributo che deriva dagli impieghi del Private Banking negli altri settori dell'economia, che a loro volta supportano le imprese. L'incremento percentuale risulta più elevato rispetto a quello complessivo delle

Famiglie, ma soprattutto interessa sia l'investimento diretto sia quello 'integrato' attraverso il risparmio gestito, il che indica una maggiore attenzione del Private Banking verso la selezione di fondi che si distinguono per il supporto dell'Economia "reale" italiana. A controprova, la ricerca stima un'esposizione più bassa verso l'estero, a distanza di 6 anni (altra differenza rispetto al dato complessivo delle Famiglie italiane).

Per quanto riguarda l'esposizione al debito pubblico, c'è stato anche per il Private Banking un incremento (+103%) legato soprattutto agli investimenti diretti nei portafogli.

La ricerca si conclude con alcune proposte operative per contribuire all'obiettivo di indirizzare più risorse finanziarie all'Economia "reale", prendendo spunto anche da esperienze positive mutate da altri Paesi. Il primo ambito di proposte riguarda la domanda di capitale da parte delle imprese. È importante sostenere gli investimenti in capitale fisso, tecnologia e risorse umane qualificate. Solo a valle di questo ha senso offrire alle imprese mercati borsistici efficienti per raccogliere capitale e stimolare il mondo del risparmio gestito a guardare con più fiducia alle aziende. Una proposta specifica riguarda il ruolo delle casse di previdenza: una recente indagine mirata del Parlamento mette in evidenza le opportunità che il mondo della previdenza complementare può offrire all'Economia "reale" attraverso una rifocalizzazione delle scelte di *asset allocation*.

Infine, dal lato dell'offerta di capitale, è necessario continuare a lavorare per diffondere l'educazione finanziaria e favorire la cultura dell'investimento nell'Economia "reale", sia direttamente attraverso i titoli del mercato mobiliare, sia indirettamente attraverso il risparmio gestito. Eventuali incentivi fiscali devono premiare la *retention* degli investimenti nel lungo termine.

In questo quadro, il Private Banking rimane un attore importante nel processo e potrà ulteriormente spingere per sostenere il flusso di capitale verso l'Economia "reale" italiana interfacciandosi da una parte con le aziende emittenti (i cui imprenditori sono spesso suoi clienti) e dall'altra con una fascia di investitori individuali adatti a prodotti e strategie mirate e specializzate per maggiore tolleranza del rischio e un orizzonte temporale di medio e lungo periodo.

# 1. Il risparmio e l’Economia “reale” in Italia: cosa è cambiato negli ultimi anni

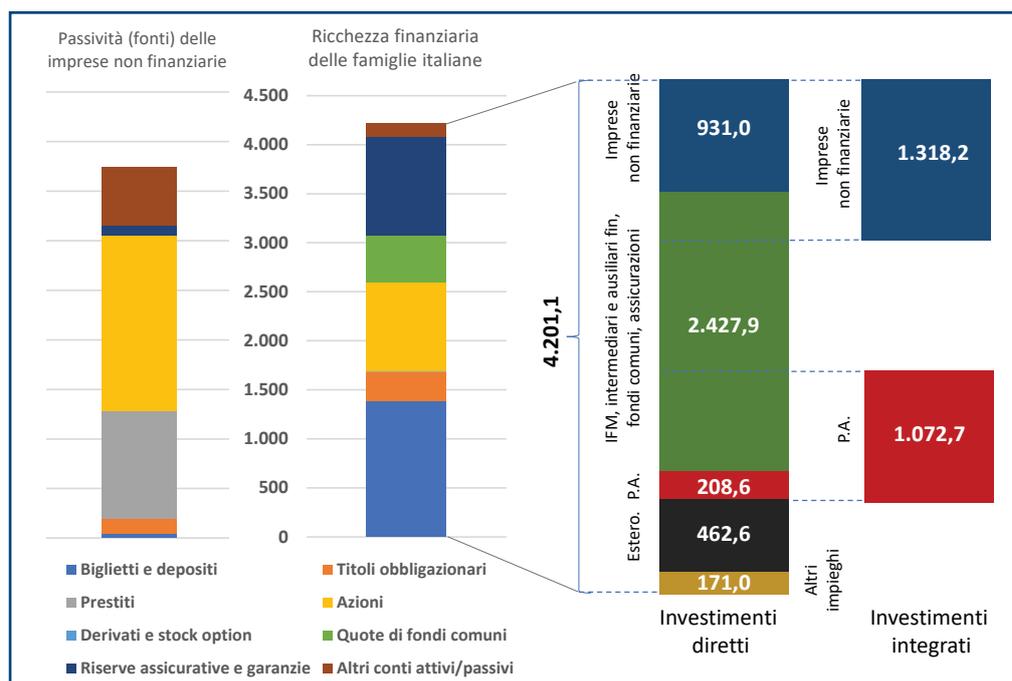
## I risultati della ricerca pubblicata nel 2020

La ricerca pubblicata cinque anni fa da Intermonte SIM, Politecnico di Milano e AIPB per capire quale contributo portasse il risparmio degli italiani verso il mondo delle imprese produttive definiva “investimenti nell’Economia reale” gli investimenti di qualsiasi tipo, anche attraverso titoli di debito, azioni o strumenti ibridi, siano essi privati o negoziati su listini borsistici (regolamentati e non), siano essi detenuti direttamente, attraverso un mandato di gestione o attraverso la detenzione di parti di OICR, diretti verso imprese di capitale residenti in Italia, di qualsiasi dimensione, dedite alla manifattura, all’agricoltura e all’erogazione di servizi, escludendo tuttavia il macro-settore finanziario (banche, assicurazioni e compagnie finanziarie), l’amministrazione pubblica e le organizzazioni extraterritoriali.

Venivano considerati come flussi verso l’Economia “reale” gli investimenti in infrastrutture collocate sul territorio dello Stato italiano, così come gli investimenti in immobili e società immobiliari siti sul territorio nazionale. Venivano invece esclusi gli investimenti in titoli di debito emessi dallo Stato italiano o da enti pubblici.

Nel confermare la metodologia anche per questo studio, è opportuno riassumere i principali risultati che erano stati individuati, attraverso la fotografia al 31/12/2018 della ricchezza investita direttamente o indirettamente (ovvero dello *stock* di impieghi diretti e indiretti) verso l’Economia “reale” italiana, sintetizzati nella Figura 1.1:

1. le passività delle Imprese non finanziarie (indicatori delle fonti da cui si finanziano le aziende) erano composte principalmente da capitale azionario (€ 1.777,9 miliardi), seguito da prestiti (€ 1.079,7 miliardi). Le obbligazioni occupavano un ruolo molto marginale (€ 150,8 miliardi). Per contro, lo *stock* di attività finanziarie detenute dalle Famiglie valeva € 4.201,1 miliardi, di cui una parte molto consistente (€ 1.398 miliardi) detenuta in



**Figura 1.1**  
Riassunto dei risultati della ricerca pubblicata nel 2020. Consistenze al 31/12/2018 in € miliardi.

liquidità a vista, € 280 miliardi in obbligazioni (in gran parte titoli di Stato e obbligazioni bancarie, ma anche obbligazioni estere), € 915 miliardi in azioni e partecipazioni *equity* (di cui € 837 miliardi in società non quotate, tipicamente aziende familiari, 'solo' € 31,5 miliardi in società quotate non finanziarie italiane e € 35,6 miliardi in società quotate estere). Completavano il quadro € 453 miliardi investiti in fondi comuni (di cui più della metà gestiti all'estero) e ben € 1.008 miliardi in prodotti assicurativi.

2. sempre alla stessa data, il totale degli impieghi dall'estero (ovvero la ricchezza investita in Italia dai non-residenti) era pari a € 1.877 miliardi, di cui il 36% a favore di società non finanziarie e non quotate. Una parte consistente era allocata nel debito pubblico nazionale (€ 675 miliardi, pari al 36%). Per quanto riguarda invece gli investimenti finanziari dall'Italia verso l'estero, lo *stock* era pari a € 1.505 miliardi, di cui il 23% detenuto dalle famiglie e il 52% da intermediari, fondi comuni italiani e assicurazioni.

3. le stime del nostro modello, aggiornate nelle prossime pagine, mostravano al 31/12/2018 un contributo 'complessivo' diretto e indiretto (tramite banche e risparmio gestito) dalle Famiglie italiane verso le Società non finanziarie pari a € 1.318,2 miliardi (si veda ancora la Figura 1.1), contro impieghi nel debito pubblico per un valore di € 1.072,7 miliardi, di cui 'solo' € 208,6 miliardi direttamente e il resto tramite gli intermediari e gli investitori istituzionali. Proporzionalmente quindi questi soggetti utilizzavano il risparmio dei cittadini per finanziare marginalmente l'Economia "reale". Nella ricerca si era anche riscontrata nel primo semestre del 2019 una tendenza verso una ulteriore penalizzazione degli impieghi verso le imprese, a vantaggio del debito pubblico e degli investimenti all'estero. Diventa quindi interessante osservare cosa è successo negli anni successivi.

### L'Economia "reale" e il risparmio degli italiani: la situazione aggiornata

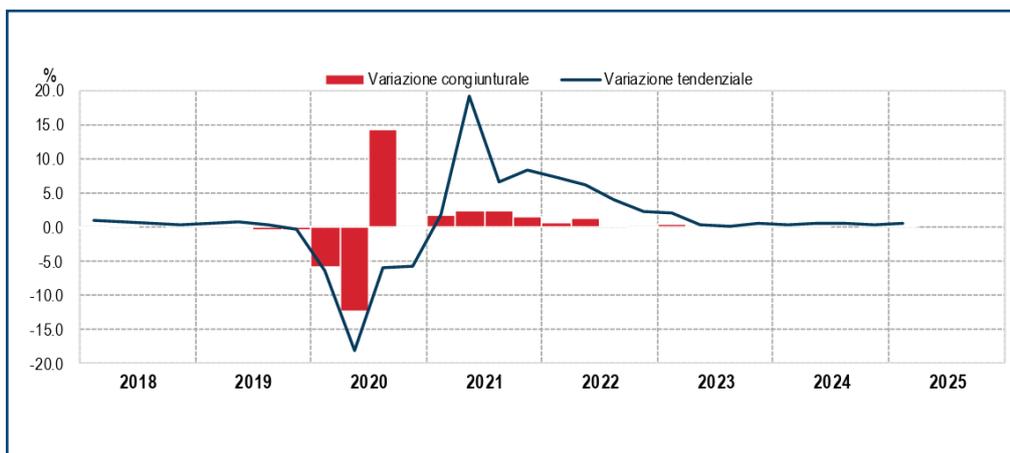
Da inizio 2019 alla fine del 2024 il Prodotto Interno Lordo (PIL) in Italia ai prezzi di mercato correnti è cresciuto del 23,3% (fonte: Istat); in termini reali, al netto dell'inflazione, l'incremento è pari al 6,0%. La crescita del PIL è stata trainata soprattutto dagli investimenti fissi lordi (+35%) e dalle esportazioni (+31%). Come evidenzia la Figura 1.2, il 2020 ha segnato un anno di tensione a causa dello *shutdown* legato alla pandemia Covid-19, seguito da un rapido recupero. Nonostante nel corso del 2023 e del 2024 la crescita trimestrale sia stata molto contenuta e a volte prossima a zero, l'Italia ha registrato metriche spesso migliori rispetto a quelle di *competitor* come la Germania (che nell'ultimo biennio ha visto un calo del PIL) riducendo il *gap* rispetto alla media UE.

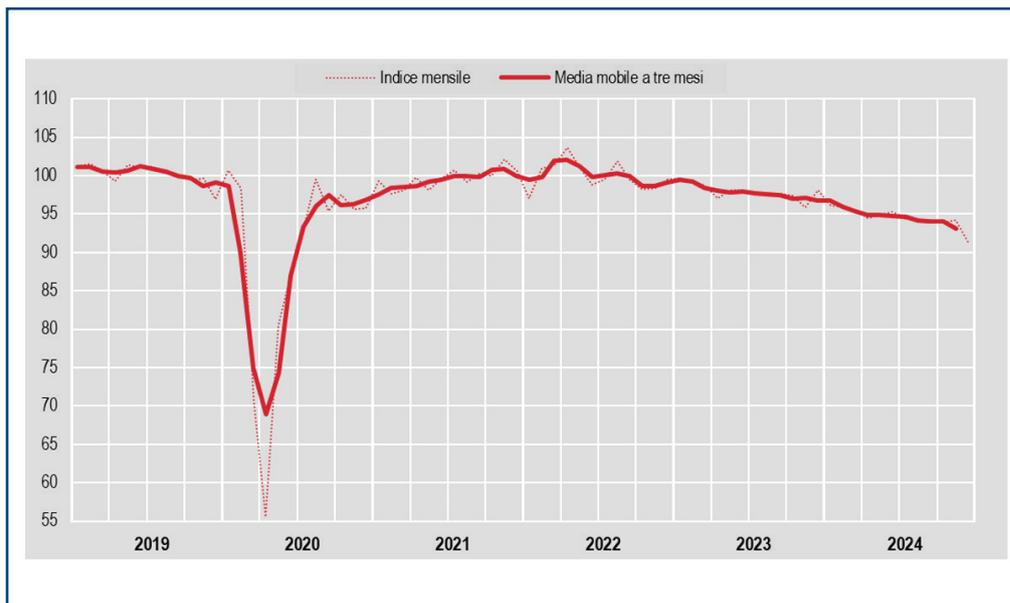
I dati provvisori sul 2025 evidenziano un incremento nel primo trimestre pari a +0,3% rispetto al trimestre precedente e a +0,6% sul primo trimestre del 2024.

Nel corso degli ultimi cinque anni è rimasto abbastanza costante e vicino al 15% il contributo dell'industria manifatturiera sul PIL, che rimane molto più basso rispetto a quello della Germania (circa 20%) ma superiore a quello di Francia e Spagna.

L'Italia rimane invece fanalino di coda rispetto al rapporto fra spese per ricerca e sviluppo e PIL, superata dal 2022 anche dalla Spagna (fonte: Eurostat).

**Figura 1.2**  
Andamento del PIL in Italia negli ultimi anni (variazione congiunturale dal trimestre precedente e variazione tendenziale rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente).  
Fonte: ISTAT





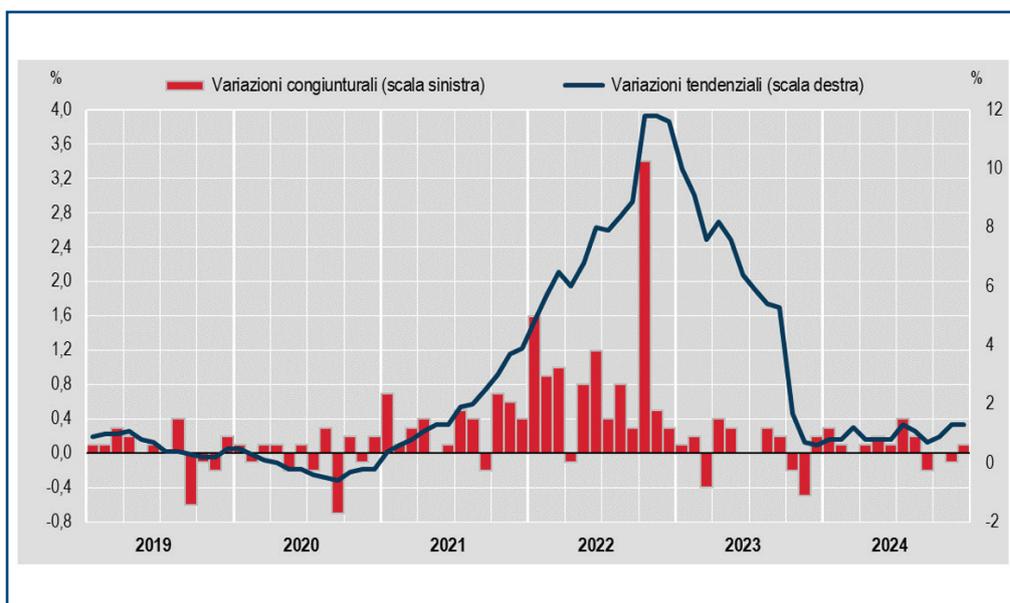
**Figura 1.3**  
Produzione industriale in Italia: indice destagionalizzato e media mobile a 3 mesi (base 2015=100).  
Fonte: ISTAT

Non si ferma il calo della produzione industriale (si veda la Figura 1.3) che è arretrata del 3,5% nel corso del 2024 e rimane sotto i livelli pre-Covid. I settori che hanno meglio tenuto nel corso degli ultimi anni sono la produzione di mezzi di trasporto non su gomma (+35%), la lavorazione di minerali non metalliferi (+34%), elettronica ed elettro-medica (+25%); hanno sofferto invece stampa ed editoria (-29%), l'abbigliamento (-25%), gli autoveicoli (-2%). Nei primi mesi del 2025 danno segnali molto negativi i comparti delle automobili (-33% sul 2024), tessile e abbigliamento e macchinari.

Nemmeno gli indici di produttività hanno mostrato tendenze incoraggianti. Il Libro Verde sulla Politica Industriale del Mimit (2024) riporta che la produttività totale dei fattori (ovvero l'efficienza rispetto all'utilizzo di lavoro e capitale) è rimasta sostanzialmente ferma in Italia, mentre è cresciuta in Spagna, Germania e Francia.

L'ultimo quinquennio si è caratterizzato anche per il ritorno dell'inflazione. Già a partire dal 2021 (come mostra la Figura 1.4) e con ancora più vigore a seguito dello scoppio della guerra in Ucraina e della conseguente tensione sui mercati del gas e dell'energia, i prezzi hanno visto una rapida crescita per poi stabilizzarsi solo nel corso del 2024.

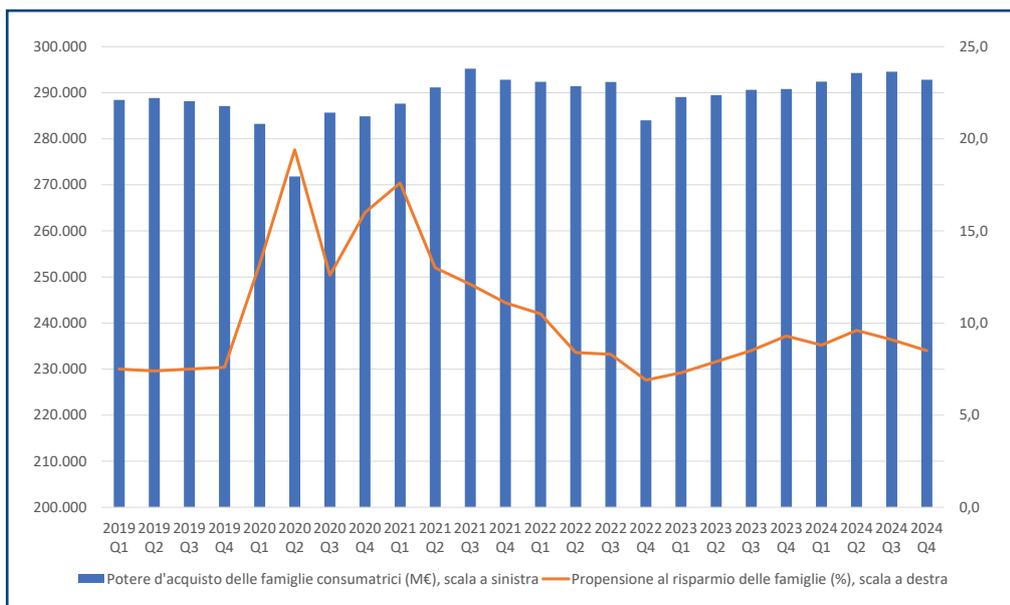
L'altrettanto rapida conseguenza è stata la crescita dei tassi di interesse sul mercato, a seguito delle politiche monetarie restrittive della BCE. Se nel 2019 il tasso ufficiale di sconto era zero, dal 2022 ha cominciato rapidamente a crescere portandosi al 4,5% nel settembre 2023, per poi scendere fino all'odierno 2,4%.



**Figura 1.4**  
Tasso di inflazione in Italia: indice dei prezzi al consumo NIC (variazione congiunturale dal trimestre precedente e variazione tendenziale rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente).  
Fonte: ISTAT

**Figura 1.5**

Il potere d'acquisto reale e la propensione al risparmio delle famiglie italiane negli ultimi anni.  
Fonte: ISTAT



Anche a causa del clima di incertezza e della scarsa crescita, la Figura 1.5 mostra come il potere d'acquisto delle famiglie consumatrici italiane (definito come il reddito disponibile) negli ultimi 6 anni sia cresciuto in termini reali solo dell'1,5% mentre il tasso di propensione al risparmio (balzato in maniera anomala durante la pandemia per il calo dei consumi) si è assestato nel 2024 attorno al 9%. È invece sceso ai minimi il tasso di disoccupazione (secondo i dati Istat era al 9,9% nel 2019 e al 6,9% a fine 2024).

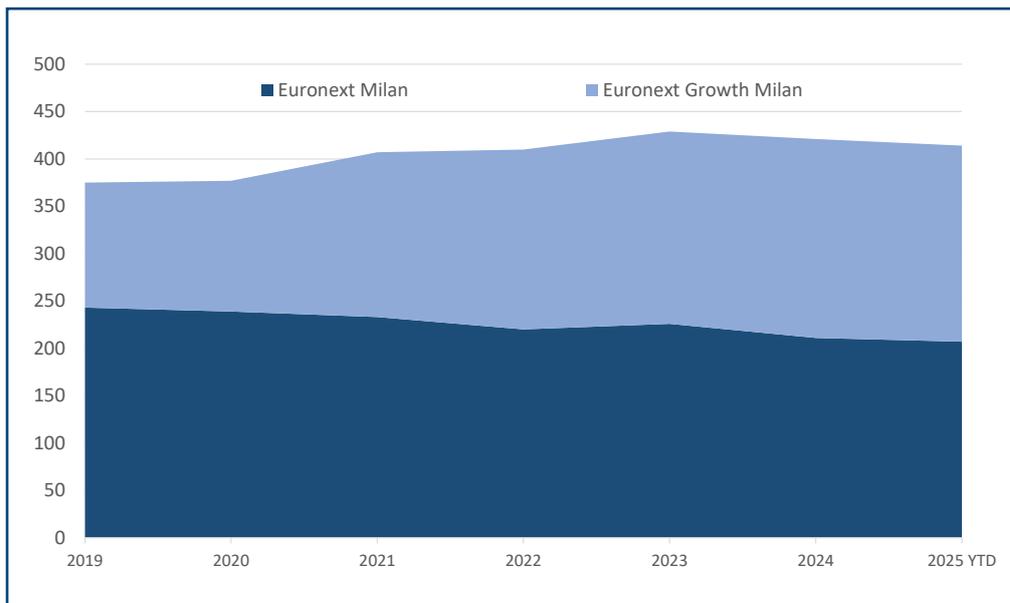
### L'evoluzione dei mercati borsistici italiani

I mercati borsistici giocano un ruolo fondamentale nell'accesso al capitale per le imprese dell'Economia "reale". Essi offrono liquidità agli strumenti (azioni e obbligazioni) emessi dalle imprese; aprono un canale per raccogliere nuovo capitale attraverso offerte pubbliche e collocamenti in generale; spingono le imprese emittenti ad applicare processi di *governance* trasparenti, sotto l'occhio vigile degli investitori e delle autorità pubbliche. Come riportato in Figura 1.6, a fine dicembre 2019 si contavano 374 società italiane quotate sui mercati azionari di Borsa Italiana (escluse le società estere e i fondi/strumenti del segmento MIV), di cui 242 sul listino principale e 132 sul listino non regolamentato Euronext Growth Milan, lo SME Growth Market che ha dato un contributo determinante per la crescita del numero delle società quotate negli ultimi anni. In particolare, a fine 2023 è stato toccato il *record* di 428 emittenti presenti, e nel 2025 per la prima volta il numero di imprese quotate su Euronext Growth Milan ha raggiunto quelle quotate sul listino principale, che subisce una emorragia costante<sup>1</sup> come mostra la Figura 1.6.

In effetti, nonostante l'aumento del numero di società presenti a Piazza Affari, il rapporto fra capitalizzazione totale del mercato azionario e PIL è rimasto al palo (secondo l'ultimo Bollettino statistico di Consob siamo al 38%, sostanzialmente allo stesso livello pre-pandemia). Il dato più significativo, anche in ottica comparativa rispetto ai mercati borsistici europei, è la sotto-rappresentazione delle imprese dell'Economia "reale". Il ramo bancario-assicurativo pesa a fine 2024 per circa il 39% sull'indice del mercato (contro il 30% di sei anni fa). L'accesso al mercato borsistico resta dunque prerogativa di un numero decisamente limitato di imprese dell'Economia "reale" italiana ed è evidente che c'è un tema di scarsa attrattività del mercato di Borsa.

La Figura 1.7 ci mostra la *performance* di alcuni indici azionari rappresentativi dei listini di Borsa Italiana. L'indice FTSE Italia STAR si è particolarmente distinto nel periodo di ripresa dalla pandemia; l'indice FTSE Italia Small Cap ha più resilienza nel 2022 e 2023. Nel 2024 il mercato ha invece privilegiato le *blue chips* del FTSE MIB. Abbastanza deludente il rendimento dei titoli quotati su Euronext Growth Milan (FTSE Italia Growth) che dal 1/1/2019 totalizzano una *performance* media negativa.

<sup>1</sup> Una delle precedenti ricerche proposta nei Quaderni di ricerca Intermonte ("Sliding doors: il flusso di *listing* e *delisting* sul mercato azionario di Borsa Italiana 2002-2021") ha evidenziato come in 20 anni la Borsa abbia perso € 55 miliardi di capitalizzazione con ben 268 *delisting* sul listino principale a fronte di 185 nuove quotazioni.



**Figura 1.6**  
Le società quotate sui listini azionari di Milano.  
Fonte: Euronext

### I flussi finanziari verso l'Economia "reale" in Italia

I conti finanziari pubblicati periodicamente da Banca d'Italia, integrati dai dati presenti nei Quarterly Sector Accounts (QSA) della Banca Centrale Europea, offrono l'opportunità di analizzare i flussi finanziari fra i diversi attori presenti nell'economia italiana, tracciando la direzione dal risparmio delle famiglie fino all'Economia "reale". Seguendo la stessa metodologia applicata 6 anni fa, è possibile definire 5 settori istituzionali: (1) Società non finanziarie, (2) Società finanziarie, (3) Amministrazioni Pubbliche, (4) Famiglie<sup>2</sup> e Istituzioni Sociali Private al servizio delle famiglie senza scopo di lucro (ISP) e (5) Resto del Mondo. Con l'obiettivo di identificare il contributo specifico di alcuni soggetti, le Società finanziarie sono state divise nei seguenti sottogruppi: (2a) Istituzioni Finanziarie Monetarie (Banca d'Italia, banche, Cassa Depositi e Prestiti e Fondi monetari), (2b) Ausiliari e Intermediari finanziari (SIM, Sicav e SGR), (2c) Fondi comuni non monetari e (2d) Imprese di Assicurazione e Fondi Pensione. Nel gruppo delle Società non finanziarie le statistiche di partenza comprendono anche Poste Italiane SpA, il cui contributo andremo a scorporare dai risultati finali.

<sup>2</sup> Nelle statistiche di Banca d'Italia questo gruppo comprende anche le imprese individuali e le società semplici fino a 5 addetti, il cui contributo è impossibile distinguere separatamente.

La Tabella 1.1 nella pagina successiva descrive la consistenza delle attività e passività finanziarie detenute dai soggetti sopra citati alla fine del 2024, evidenziando in colore verde e rosso rispettivamente gli aumenti e i decrementi in confronto alla ricerca prece-



**Figura 1.7**  
Performance di alcuni indici relativi ai listini azionari di Borsa Italiana, a partire dal 1/1/2019.  
Fonte: LSEG Workspace

**Tabella 1.1**

Attività e passività dei settori istituzionali in Italia. Consistenza al 31/12/2024 (valori in € miliardi).

I valori in verde risultano in aumento rispetto alla precedente ricerca; quelli in rosso risultano in calo.

Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia e Banca Centrale Europea.

(\*) gli altri conti attivi e passivi comprendono crediti e debiti di natura commerciale e fiscale

Strumenti finanziari:	Società non finanziarie		Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM)		Intermediari e ausiliari finanziari		Fondi comuni non monetari		Assicurazioni e fondi pensione		Amministrazioni Pubbliche		Famiglie e ISP		Resto del Mondo	
	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo
Moneta, depositi, oro	533,1	70,2	921,8	3.557,6	281,8	-	29,9	-	26,2	-	97,6	190,1	1.593,5	-	866,4	532,4
Obbligazioni, emesse da:	103,3	200,5	1.492,2	319,7	69,0	248,8	195,9	-	613,1	15,3	108,4	2.565,3	492,9	-	1.177,9	903,1
Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM)	14,2	-	69,6	319,7	8,7	-	11,4	-	13,2	-	2,2	-	53,3	-	146,9	-
Amministrazioni Pubbliche	57,9	-	982,6	-	40,4	-	51,4	-	258,1	-	83,2	2.565,3	309,8	-	782,0	-
società non finanziarie	1,6	200,5	29,0	-	2,8	-	10,1	-	10,1	-	2,0	-	11,6	-	133,2	-
intermediari e ausiliari finanziari	3,4	-	114,5	-	4,0	248,8	6,5	-	0,9	-	5,1	-	8,4	-	106,0	-
assicurazioni e fondi pensione	0,6	-	0,7	-	0,4	-	1,2	-	1,6	15,3	-	-	0,9	-	9,9	-
resto del mondo	25,7	-	295,7	-	12,6	-	115,4	-	329,1	-	15,3	-	109,3	-	-	903,1
Prestiti, concessi da:	110,5	1.083,2	1.733,5	52,1	402,3	268,3	-	-	8,7	22,3	121,6	334,5	8,1	791,5	434,9	269,3
Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM)	-	598,9	1.733,5	49,0	-	157,2	-	-	-	6,1	-	100,9	-	668,0	-	153,4
Amministrazioni Pubbliche	-	40,6	-	3,1	-	-	-	-	0,4	0,4	121,6	27,6	-	3,2	-	46,7
società non finanziarie	110,5	52,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,3	-	-	-	47,7
intermediari e ausiliari finanziari	-	213,9	-	-	402,3	5,9	-	-	-	-	-	43,5	-	119,2	-	19,8
assicurazioni e fondi pensione	-	0,9	-	-	-	-	-	-	8,7	5,0	-	-	-	1,2	-	1,6
famiglie e ISP	-	9,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,1	-	-	-
resto del mondo	-	166,6	-	-	-	105,3	-	-	-	10,8	-	152,1	-	-	434,9	-
Azioni e partecipazioni:	972,6	2.652,6	197,4	364,8	363,2	343,9	88,7	-	157,7	147,1	163,9	4,6	1.669,3	-	751,1	852,7
Non quotate	839,0	2.242,9	126,9	155,9	285,5	329,2	27,3	-	94,2	95,4	121,9	4,6	1.500,8	-	413,3	583,4
Quotate, emesse da:	133,6	409,7	70,4	208,9	77,6	14,8	61,4	-	63,4	51,7	41,6	-	168,4	-	337,8	269,3
Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM)	5,9	-	1,8	208,9	29,4	-	3,1	-	3,3	-	1,0	-	26,9	-	137,7	-
società non finanziarie	96,6	409,7	24,7	-	32,9	-	6,0	-	5,4	-	30,2	-	39,9	-	173,9	-
intermediari e ausiliari finanziari	1,1	-	0,7	-	1,8	14,8	0,3	-	0,1	-	0,1	-	2,0	-	8,6	-
assicurazioni e fondi pensione	8,5	-	6,4	-	4,9	-	0,8	-	0,1	51,7	2,6	-	9,3	-	19,2	-
resto del mondo	21,6	-	36,9	-	8,6	-	51,2	-	54,6	-	7,7	-	90,3	-	-	269,3
Quote di fondi comuni, emesse da:	49,8	-	40,4	6,6	42,6	-	53,2	456,8	333,3	-	53,5	-	849,7	-	48,5	1.007,5
Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM)	0,7	-	-	6,6	-	-	1,3	-	0,1	-	-	-	4,1	-	0,3	-
fondi comuni non monetari	14,2	-	32,4	-	1,3	-	11,3	456,8	75,0	-	15,9	-	258,5	-	48,2	-
resto del mondo	34,9	-	8,0	-	41,3	-	40,7	-	258,1	-	37,6	-	587,0	-	-	1.007,5
Riserve assicurative e garanzie standard	20,9	97,5	33,3	10,2	-	-	-	-	36,9	1.019,7	1,2	21,6	1.133,0	39,8	5,2	41,8
Derivati, stock option e altri conti attivi/passivi (*)	818,6	726,3	324,0	254,9	7,6	5,1	3,0	0,9	12,4	9,0	124,2	266,2	198,6	211,1	389,1	404,0
TOTALE	2.608,8	4.830,3	4.742,6	4.565,7	1.166,5	866,1	370,7	457,7	1.188,2	1.213,4	670,3	3.382,2	5.945,0	1.042,5	3.673,1	4.010,7

dente, che ‘fotografava’ la situazione a fine 2018. Le attività possono essere identificate come le tipologie di investimenti fatti dai diversi gruppi istituzionali, mentre le passività rappresentano come essi si finanziano.

Ai nostri fini, l’ambito privilegiato di osservazione sono le Società non finanziarie, ovvero i produttori di beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita. Si può osservare che le fonti di finanziamento (passività) principali si riferiscono al capitale azionario (per un importo di € 2.652,6 miliardi, in aumento del 49% rispetto a 6 anni fa), seguito dai prestiti (€ 1.083,2 miliardi, praticamente allo stesso livello del passato). Le obbligazioni occupano un ruolo marginale (€ 200,5 miliardi) ma comunque in crescita rispetto al 2018 (+33%). Da notare che uno dei pochi contributi che cala è quello dei prestiti bancari, che scendono da € 678,5 miliardi a € 598,9 miliardi (-12%).

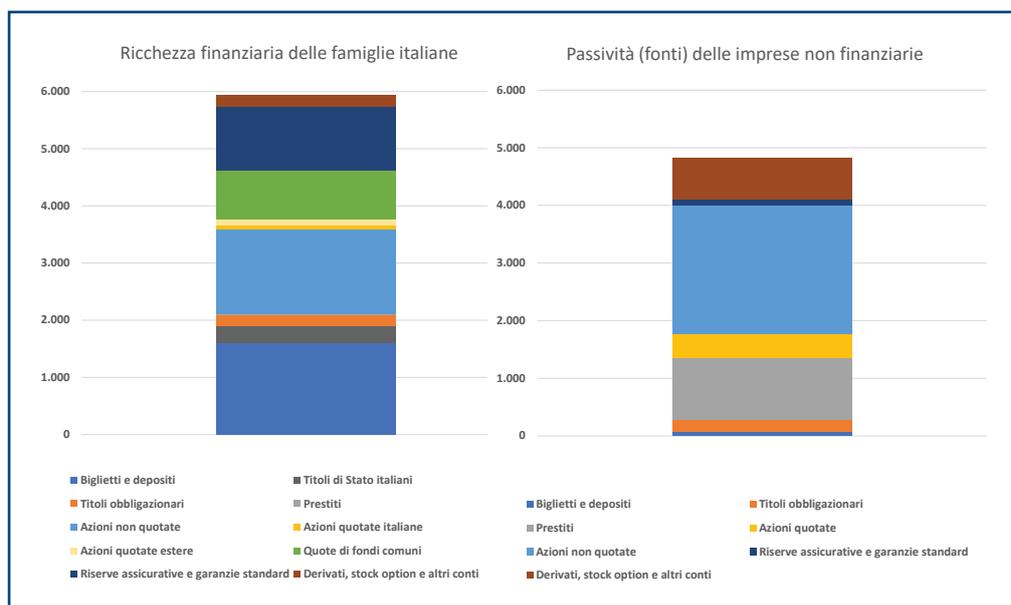
Il secondo elemento di attenzione è rappresentato dalla ricchezza delle famiglie. La Tabella 1.1 mostra che lo *stock* di attività finanziarie detenute valeva € 5.945,0 miliardi contro 4.201,1 miliardi<sup>3</sup> riportati nella ricerca precedente (+41%). Una parte molto consistente, addirittura in crescita del 14%, continua ad essere detenuta in liquidità a vista (€ 1.593,5 contro € 1.398,1 miliardi di fine 2018), poi abbiamo in crescita le obbligazioni (in gran parte titoli di Stato e obbligazioni bancarie, ma anche obbligazioni estere) che salgono da € 280,2 miliardi a € 492,9 miliardi, +76%). Crescono anche le partecipazioni *equity* (€ 1.669,3 miliardi, +82%) di cui la gran parte (€ 1.500,8 miliardi) in società non quotate, tipicamente aziende familiari, ‘solo’ € 39,9 miliardi in società quotate non finanziarie italiane e € 90,3 miliardi in società quotate estere: quest’ultimo portafoglio è raddoppiato in valore.

L’incremento del valore del portafoglio di azioni è dovuto in maniera sensibile alla crescita degli indici azionari nel periodo considerato (si veda ancora la Figura 1.7); si può fare una stima<sup>4</sup> di quello che è l’effetto - anno per anno - legato ai prezzi di mercato e di quello residuale legato ai flussi di investimento e disinvestimento, usando come *benchmark* per il mercato italiano il FTSE Italia All Share e per quello estero l’MSCI World Index (in euro) ottenendo che l’incremento depurato dell’effetto dei prezzi di mercato è riconducibile agli utili reinvestiti per le società non quotate ed è negativo per le imprese non finanziarie quotate (-€ 15,6 miliardi). Risulta invece un flusso netto positivo per le imprese estere (+18,1 miliardi).

Troviamo fra le attività detenute dalle famiglie € 849,7 miliardi investiti in fondi comuni; quasi il 70% dello *stock* è gestito all’estero e questa percentuale era il 54% sei anni fa. Infine abbiamo € 1.133,0 miliardi in prodotti assicurativi (poco sopra il valore precedente di € 1.007,6 miliardi). Il risparmio gestito rappresenta per le famiglie italiane una forma ‘assistita’ di partecipazione ai mercati finanziari con la possibilità di migliorare il proprio profilo di rischio-rendimento, accumulare risparmio a fini previdenziali ed infi-

<sup>3</sup> Si rammenta che la ricchezza totale delle famiglie comprende anche le attività immobiliari e reali, non considerate in questa ricerca.

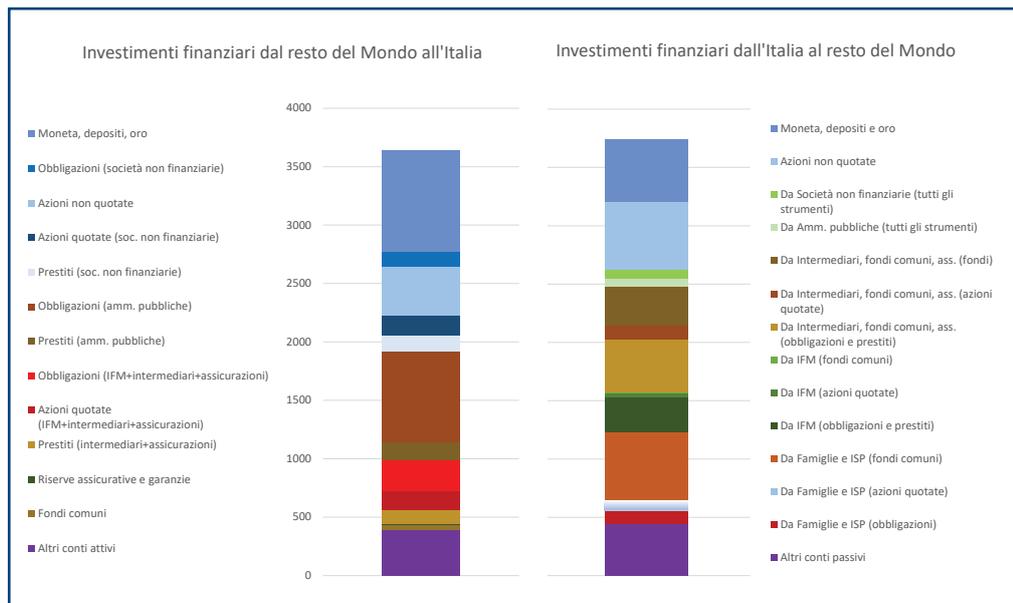
<sup>4</sup> Per le azioni quotate, il valore riportato da Banca d’Italia corrisponde alla capitalizzazione di Borsa. Per quelle non quotate, invece, si applica un metodo adottato a livello europeo che utilizza i multipli medi di Borsa di società comparabili riferiti al patrimonio netto. Tuttavia, questa metodologia viene applicata solo alle società non quotate di dimensioni comparabili e solo nei settori con un numero sufficiente di società quotate. Per tutte le altre, si mantiene la valutazione basata sul patrimonio netto contabile.



**Figura 1.8**  
Confronto fra lo *stock* delle passività delle imprese non finanziarie italiane rispetto allo *stock* della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane. Dati al 31/12/2024 (valori in € miliardi). Elaborazione su dati di Banca d’Italia e di Banca Centrale Europea

**Figura 1.9**

Lo stock di investimenti finanziari dal resto del mondo all'Italia, e dall'Italia al resto del mondo, al 31/12/2024. Elaborazione su dati di Banca d'Italia, Banca Centrale Europea



ne comprare protezione contro i rischi. Non è però risolto - anzi è più rilevante - il tema della massa di liquidità detenuta a vista dalle famiglie presso le banche.

La Figura 1.8 confronta lo *stock* delle passività delle imprese non finanziarie italiane rispetto allo *stock* della ricchezza finanziaria delle famiglie residenti. L'ordine di grandezza, senza meraviglia, non è proprio uguale: questo perché una parte della ricchezza delle famiglie italiane è investita altrove (titoli di Stato e all'estero) così come le imprese si finanziano anche dall'estero.

Rispetto a sei anni fa, oltre alle differenze già evidenziate sopra, si possono notare alcune tendenze interessanti. Le banche - che come abbiamo visto hanno ridotto i prestiti verso l'Economia "reale" delle imprese ma hanno invece incrementato i prestiti alle famiglie - hanno potenziato il portafoglio di titoli di Stato (da € 794,2 miliardi a € 982,6 miliardi, +24%). Crescono invece sensibilmente gli investimenti degli altri intermediari finanziari nell'*equity* delle imprese. Anche i fondi comuni mostrano una crescita di questa tipologia di investimenti, ma meno marcata. Le assicurazioni e i fondi pensione hanno aumentato gli investimenti diretti sia nei titoli di Stato sia sul mercato azionario nazionale; scendono invece gli investimenti nei *bond corporate*.

Esattamente come sei anni fa, vale la pena analizzare più da vicino il rapporto con l'estero, sia per le fonti di finanziamento dei soggetti residenti, sia per il flusso di investimenti verso l'estero. La Figura 1.9 evidenzia che a fine 2024 il totale degli impieghi dall'estero era pari a circa € 3.641 miliardi (+94%), di cui la parte più significativa mantenuta in moneta e oro (24%), investita in titoli del debito pubblico (21%) e in azioni non quotate (11%). Le azioni quotate, le obbligazioni e i prestiti verso società non finanziarie rappresentano in aggregato 'solo' il 12% (per un importo di circa € 440 miliardi).

Per quanto riguarda invece gli investimenti finanziari verso l'estero, lo *stock* era pari a quasi € 3.743 miliardi (+149%), di cui il 21% detenuto dalle famiglie (soprattutto in fondi comuni esteri), il 9% dalle banche (quasi interamente in obbligazioni e prestiti) e il 24% da intermediari, fondi comuni italiani e assicurazioni. Le azioni non quotate estere rappresentano il 16%.

Le famiglie italiane a fine 2024 detenevano il 38,6% delle azioni emesse da società residenti, quotate e non quotate (sei anni fa eravamo al 39,6%). Focalizzando solo sulle società quotate non finanziarie, i maggiori investitori sono gli esteri (42,5%) seguiti da altre società non finanziarie (23,6%), dalle famiglie residenti (9,7%) e dagli altri intermediari non bancari e ausiliari finanziari (8,0%). Le banche nazionali (6,0%) sono addirittura superate dallo Stato con il 7,4%. I fondi comuni hanno l'1,5%.

Oltre agli investimenti direttamente detenuti dalle famiglie italiane nell'Economia "reale", evidenziati dalle statistiche precedenti, è possibile anche ricostruire il contributo 'indiretto' che si riferisce agli apporti finanziati dal risparmio delle famiglie nei fondi di

investimento, nelle assicurazioni e negli intermediari che - a loro volta - contribuiscono ad alimentare le passività delle imprese. In altre parole, il risparmio degli italiani finanzia l'Economia "reale" direttamente attraverso il mercato mobiliare, ma anche indirettamente attraverso il risparmio gestito e la raccolta degli intermediari che a loro volta sostengono le imprese industriali. Non è però facile discernere il contributo specifico, perché occorrerebbe sapere ad un livello 'micro', per ogni prodotto finanziario esistente sul mercato e per ogni intermediario attivo, la suddivisione dell'*asset allocation* in funzione della definizione di Economia "reale" prima introdotta.

La metodologia adottata nella ricerca già sei anni fa per risolvere il problema ad un livello 'macro' si ispira ai modelli *input-output* sviluppati da Leontief (1986) per l'analisi dei sistemi economici. Tale metodologia è già stata applicata nel contesto italiano da Brioschi *et al.* (1990) per lo studio della proprietà diretta e indiretta nei gruppi di imprese.

Riclassificando i dati di Tabella 1.1 e integrandoli con altre fonti esterne laddove necessario (ad esempio per la riallocazione dei finanziamenti nel capitale di rischio delle società non quotate), definiamo la matrice fonti-impieghi che caratterizza le relazioni di finanziamento fra i soggetti individuati, ovvero: (1) Società non finanziarie, (2) Istituzioni Finanziarie Monetarie, (3) Intermediari e Ausiliari finanziari, (4) Fondi comuni non monetari, (5) Imprese di Assicurazione e Fondi Pensione, (6) Amministrazioni Pubbliche e (7) Resto del Mondo (ovviamente in questo caso per la sola parte degli impieghi sulle attività italiane). La matrice che descrive la situazione a fine 2024 è rappresentata nella Tabella 1.2, dove nell'ultima riga viene incluso anche il contributo delle Famiglie e Istituzioni Sociali Private (d'ora in poi per semplicità le "Famiglie").

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Società non finanziarie (1)	610,3	490,5	4,4	14,2	9,0	73,0	584,8
Istituzioni finanziarie monetarie (2)	685,7	522,9	278,8	32,4	21,5	1227,6	750,7
Intermediari e ausiliari finanziari (3)	454,3	330,1	39,6	1,3	13,5	83,9	117,0
Fondi comuni (4)	36,6	35,2	7,6	11,3	3,9	51,4	211,5
Assicurazioni e fondi pensione (5)	87,3	42,8	8,1	75	8,8	262,1	683,3
Amministrazioni pubbliche (6)	159,3	95,6	10,7	15,9	8,6	125,3	126,9
Resto del mondo (7)	604,5	1171,1	451	48,2	51,4	935,4	n.d.
Famiglie	1467,7	1586,3	61	258,5	1.087,70	357,5	907,3

**Tabella 1.2**

Matrice fonti-impieghi dei settori istituzionali in Italia, al 31/12/2024. Valori in € miliardi. Fonte: elaborazione dati Banca d'Italia, Banca Centrale Europea

A titolo di esempio, le fonti delle Società non finanziarie sono supportate per € 610,3 miliardi da altre imprese, per € 685,7 miliardi dalle Istituzioni finanziarie monetarie, per € 1.467,7 miliardi dalle Famiglie ecc.

Definiamo poi la matrice  $F$ , dove ogni elemento  $F_{ij}$  rappresenta lo *stock* di finanziamento che in una certa data il soggetto  $i$  vanta nei confronti del soggetto  $j$  in percentuale sul totale delle fonti di  $j$ .

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Società non finanziarie (1)	12,63%	10,74%	0,51%	3,11%	0,74%	2,16%	0%
Istituzioni finanziarie monetarie (2)	14,20%	11,45%	32,19%	7,08%	1,77%	36,29%	0%
Intermediari e ausiliari finanziari (3)	9,41%	7,23%	4,57%	0,28%	1,11%	2,48%	0%
Fondi comuni (4)	0,76%	0,77%	0,87%	2,46%	0,32%	1,52%	0%
Assicurazioni e fondi pensione (5)	1,81%	0,94%	0,94%	16,40%	0,72%	7,75%	0%
Amministrazioni pubbliche (6)	3,30%	2,09%	1,23%	3,48%	0,71%	3,71%	0%
Resto del mondo (7)	12,51%	25,65%	52,07%	10,53%	4,24%	27,66%	0%
Vettore $\underline{X}$ (Famiglie)	30,39%	34,74%	7,05%	56,47%	89,64%	10,57%	0%

**Tabella 1.3**

La matrice  $F$  e il vettore  $\underline{X}$ . Incidenza percentuale delle fonti (sulle colonne) finanziate da diverse categorie istituzionali (sulle righe). Valori al 31/12/2024

La Tabella 1.3 mostra i valori della matrice  $F$  ricavati dalla Tabella 1.2.

Definiamo ora il vettore  $\underline{X}$  dove gli elementi  $x_i$  rappresentano il contributo percentuale che le Famiglie apportano direttamente nel finanziamento della categoria  $i$ . I valori

sono sempre indicati nella Tabella 1.3, dove si ipotizza che il ‘peso’ dei finanziamenti che dall’Italia vanno verso l’estero (colonna 7) sia trascurabile rispetto allo *stock* delle attività finanziarie complessive nel Resto del mondo.

In confronto a cinque anni fa, è meno forte la dipendenza delle imprese non finanziarie dal circuito delle banche (dal 21,02% delle fonti di capitale scendiamo al 14,20%). Le famiglie continuano ad avere un ruolo di peso nel finanziamento delle assicurazioni (89,64% delle loro fonti di capitale) e poi dei fondi comuni (56,47% delle fonti), i quali peraltro non sembrano contribuire in modo rilevante a finanziare le società non finanziarie (solo lo 0,76% delle fonti proviene da loro).

Volendo ricavare il contributo aggregato che le Famiglie, direttamente o indirettamente, apportano all’Economia “reale” (ben approssimata dal gruppo delle Società non finanziarie), dovremo sommare al valore del vettore  $\underline{X}$  anche il contributo che le Famiglie apportano agli altri soggetti presenti sul mercato, che a loro volta contribuiscono a finanziare le imprese. In altre parole, è vero che il risparmio delle famiglie finanzia le passività mobiliari delle imprese, ma finanzia anche la raccolta bancaria, quella dei fondi e quella delle assicurazioni, che a loro volta contribuiscono a finanziare le imprese.

Definiamo quindi il vettore  $\underline{Y}$  che rappresenta il contributo percentuale  $y_j$  che le Famiglie apportano alle passività delle imprese non finanziarie e delle altre  $j-1$  categorie di soggetti in termini integrati. Ricorrendo a semplici passaggi di algebra matriciale, esso è pari a:

$$\underline{Y} = \underline{X} + F^T \underline{Y} = (I - F^T)^{-1} \underline{X}$$

dove  $I$  è la matrice identità (che assume valori pari a 1 sulla diagonale e 0 altrimenti) e  $F^T$  è la matrice  $F$  trasposta.

Per determinare l’apporto che le Famiglie vantavano, direttamente o indirettamente, verso le imprese non finanziarie, occorre moltiplicare i valori di  $y_j$  per lo *stock* totale delle fonti finanziarie per ogni categoria, al netto degli impieghi effettuati nelle altre categorie. I risultati per le tipologie di impieghi sul suolo nazionale sono riassunti nella Tabella 1.4, dove fra parentesi - per opportuno confronto - riportiamo la situazione descritta nello studio precedente, con i numeri al 31/12/2018.

**Tabella 1.4**

Risultati del modello ‘input-output’.  
Stock di finanziamento dalle Famiglie alle diverse categorie istituzionali, in termini diretti e integrati.  
Valori al 31/12/2024; fra parentesi i valori calcolati al 31/12/2018.  
(\*) = stima

(valori in € miliardi)	(1) Società non finanziarie	(2) Ist. fin. monetarie	(3) Intermed. e ausiliari f.	(4) Fondi comuni	(5) Assicuraz. e fondi pens.	(6) Amministr. pubbliche
Vettore $\underline{X}$ (Famiglie)	30,39% (24,80%)	34,74% (31,30%)	7,05% (2,78%)	56,47% (62,97%)	89,64% (86,24%)	10,57% (7,78%)
Solo finanziamento diretto	1.467,7 (931,0)	1.586,3 (1.363,3)	61,0 (16,2)	258,5 (199,8)	1.087,7 (848,5)	357,5 (208,6)
Vettore $\underline{Y}$ (Famiglie)	49,94% (46,23%)	50,10% (52,62%)	26,72% (34,89%)	80,18% (82,96%)	92,40% (89,52%)	40,37% (44,21%)
Finanziamento integrato	1.812,24 (1.367,9)	900,19 (595,4)	-15,10 (-39,6)	249,99 (164,4)	673,87 (445,6)	1.451,43 (1.036,5)
Finanziamento integrato al netto dei prestiti	1.812,24 (1.367,9)	232,15 (-30,9)	-134,26 (-127,3)	249,99 (164,4)	672,71 (444,7)	1.448,25 (1.030,4)
Finanziamento integrato al netto di prestiti e del contributo di Poste Italiane SpA (*)	1.577,03 (1.318,2)	241,74 (-28,4)	-133,60 (-127,2)	291,68 (164,6)	673,74 (444,9)	1.580,29 (1.072,7)

Innanzitutto si osserva che in termini integrati il finanziamento dalle Famiglie verso l’Economia “reale” aumenta in rilevanza, proprio per il contributo indiretto che arriva dagli intermediari. Aumenta sensibilmente anche l’incidenza del finanziamento indiretto dalle Famiglie alle istituzioni bancarie (alcune si finanziano fra loro, infatti, ma le fonti ultime restano i depositi dei correntisti) e soprattutto quella del debito pubblico.

La Tabella 1.4 mostra anche il valore dello *stock* finanziario al netto dei prestiti ottenuti dalle Famiglie (riportati nella Tabella 1.1), il che impatta in modo significativo sulle ban-

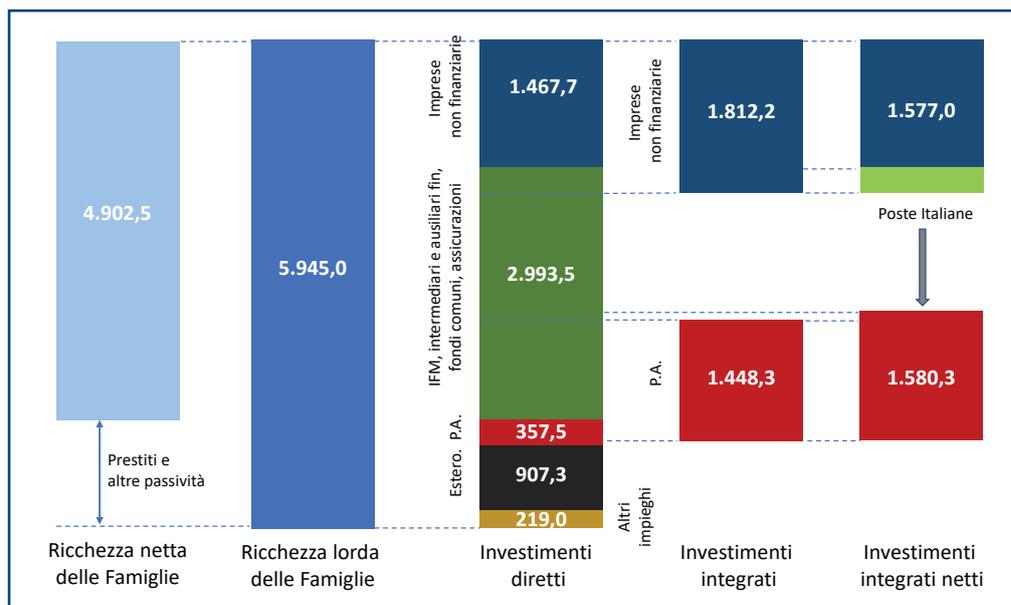


Figura 1.10

Scomposizione dello stock di finanziamento dalle Famiglie alle diverse categorie istituzionali, in termini diretti e integrati. Valori al 31/12/2024

che (IFM) e sugli intermediari e ausiliari finanziari. Il valore negativo significa che in termini aggregati (diretti e indiretti) per questi soggetti le attività vantate dalle Famiglie sono minori rispetto alle passività cui sono esposte.

Nell'ultima riga stimiamo anche i valori al netto del contributo di Poste Italiane SpA, che come prima anticipato viene classificata da Banca d'Italia all'interno delle Società non finanziarie, ma che non rispecchia la nostra definizione di Economia "reale".

Rispetto a sei anni fa, il finanziamento diretto e indiretto di cui beneficiano le imprese non finanziarie dalle Famiglie è salito da € 1.367,9 miliardi (€ 1.318,2 miliardi scorporando le attività di Poste Italiane, i cui depositi versati dai correntisti vanno a finanziare più che altro titoli di Stato) a € 1.812,24 miliardi (€ 1.577,03 miliardi senza Poste Italiane). L'incremento è pari a +32% (+20% senza considerare Poste Italiane).

Aumenta anche lo stock di risorse che va invece a finanziare le attività delle Pubbliche Amministrazioni (€ 1.580,29 miliardi contro € 1.072,7 miliardi di fine 2018, +47%). Partendo dai valori dell'investimento 'diretto' si conferma, come sei anni fa, che gli impieghi veicolati attraverso gli intermediari finanziari (banche, fondi, assicurazioni e altri) vanno a finanziare indirettamente in misura maggioritaria la Pubblica Amministrazione piuttosto che l'Economia "reale".

Con l'obiettivo di rendere più leggibili i dati, la Figura 1.10 riassume graficamente i risultati, evidenziando il contributo integrato che le Famiglie offrono alle fonti di finanziamento delle Imprese non finanziarie e del debito della Pubblica Amministrazione, nonché a quello destinato verso l'estero.

Al fine di osservare cosa è cambiato negli ultimi 6 anni nello stock di impieghi diretti e indiretti verso le società non finanziarie e lo Stato, la Tabella 1.5 mette a confronto i dati della ricerca precedente con quelli attuali.

(valori in € miliardi)	31/12/2018		31/12/2024	
	Società non finanziarie	Amministr. pubbliche	Società non finanziarie	Amministr. pubbliche
Solo finanziamento diretto	931,0	208,6	1.467,7 (+536,7 +58%)	357,5 (+148,9 +71%)
Finanziamento integrato	1.367,9	1.036,5	1.812,2 (+444,3 +32%)	1.451,4 (+414,9 +40%)
Finanziamento integrato al netto dei prestiti	1.367,9	1.030,4	1.812,2 (+444,3 +32%)	1.448,3 (+417,9 +41%)
Finanziamento integrato al netto di prestiti e del contributo di Poste Italiane SpA (*)	1.318,2	1.072,7	1.577,0 (+258,8 +20%)	1.580,3 (+507,6 +47%)

Tabella 1.5

Risultati del modello 'input-output'. Stock di finanziamento dalle Famiglie alle Società non finanziarie e alla Pubblica Amministrazione, in termini diretti e integrati: confronto fra le situazioni al 31/12/2018 e al 31/12/2024. È indicato fra parentesi l'incremento, in valore assoluto e in valore percentuale. (\*) = stima

I risparmiatori italiani negli ultimi sei anni hanno incrementato la loro esposizione diretta in termini di ricchezza verso le imprese non finanziarie soprattutto grazie alle azioni non quotate e a quelle quotate. L'aumento è significativo ed è pari a € 536,7 miliardi (+58%) ma abbiamo evidenziato che è dovuto quasi esclusivamente all'effetto dell'incremento dei prezzi di Borsa. C'è stato un incremento positivo (€ 148,9 miliardi, +71%) anche sul debito pubblico. Se però consideriamo in aggiunta il contributo indiretto delle banche, assicurazioni e altri intermediari, l'incremento complessivo è molto meno significativo (€ 258,8 miliardi, +20%) e viene superato da quello canalizzato verso il debito pubblico (€ 507,6 miliardi, +47%). Ciò implica che le risorse gestite dagli intermediari hanno decisamente privilegiato negli ultimi sei anni i titoli di Stato rispetto ad azioni, prestiti e obbligazioni a vantaggio delle imprese.

La Tabella 1.6 ci mostra invece l'evoluzione degli impieghi diretti e indiretti verso l'estero. A fine 2018 lo *stock* di investimenti diretti detenuti dalle Famiglie su attività finanziarie all'estero era pari a € 462,6 miliardi; a fine 2024 siamo a € 907,3 miliardi, con un incremento di € 444,7 miliardi (+96%); anche in questo caso, come già detto, una parte dell'aumento è legata all'effetto prezzi di mercato. Se consideriamo però le altre categorie dei soggetti istituzionali considerati nel modello (come banche, fondi, assicurazioni), si passa da € 1.719,2 miliardi a € 2.474,2 miliardi, con un aumento di € 755,0 miliardi (+44%). In totale l'aumento degli impieghi verso l'estero è di € 1.199,7 miliardi (+55%).

Tabella 1.6

*Stock* di finanziamento dai soggetti residenti verso l'estero e dall'estero verso i residenti: confronto fra il 31/12/2018 e il 31/12/2024 (fra parentesi l'incremento sul periodo precedente in valore assoluto e in percentuale).

Fonte: Banca d'Italia, Banca Centrale Europea

(valori in € miliardi)	31/12/2018		31/12/2024	
	Su estero	Da estero	Su estero	Da estero
Famiglie	462,6	-	907,3 (+444,7 +96%)	-
Altri settori	1.719,2	2.585,5	2.474,2 (+755,0 +44%)	3.261,6 (+676,1 +26%)
TOTALE	2.181,8	2.585,5	3.381,5 (+1.199,7 +55%)	3.261,6 (+676,1 +26%)

La Tabella 1.6 descrive anche, durante lo stesso periodo, il comportamento degli investitori esteri. Nel corso dei sei anni considerati hanno incrementato i loro impieghi passando da € 2.585,5 miliardi a € 3.261,6 miliardi; l'aumento è di € 676,1 miliardi (+26%), più contenuto rispetto a quanto sono aumentati i nostri impieghi all'estero.

### Alcune considerazioni

I numeri evidenziano notizie buone e notizie meno buone rispetto all'evoluzione negli ultimi sei anni del contributo che il risparmio degli italiani porta al supporto finanziario dell'Economia "reale".

La buona notizia è che si riscontra un significativo aumento dello *stock* di investimenti nelle azioni di imprese italiane. Per quanto riguarda l'investimento diretto, esso è legato in gran parte alla crescente patrimonializzazione delle imprese. Con riferimento alle società non quotate (fondamentalmente aziende familiari e PMI), è un effetto generato dagli utili reinvestiti, soprattutto nel campo della manifattura; è anche cresciuto l'investimento indiretto grazie alla crescente raccolta dei fondi di *private equity* e *venture capital*. Secondo i dati AIFI (Associazione italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt), negli anni dal 2019 al 2024 il flusso lordo di investimenti nel *private equity* italiano da parte dei fondi associati è stato pari a circa € 75 miliardi. Per quanto riguarda le società quotate, l'incremento della ricchezza investita è dovuto esclusivamente all'aumento dei prezzi di Borsa, come evidenziato nelle pagine precedenti. Il numero di società quotate sul listino principale continua infatti a scendere. Secondo i dati di Assogestioni, nei 6 anni considerati i fondi azionari, bilanciati e flessibili italiani hanno registrato una raccolta netta negativa per € 26,78 miliardi (sempre negativa per € 18,73 miliardi se aggiungiamo anche quelli di diritto estero). I fondi obbligazionari invece totalizzano un incremento per € 33,69 miliardi (€ 90,88 miliardi aggiungendo quelli di diritto estero).

I dati stessi di Banca d'Italia evidenziano un periodo non particolarmente fortunato per gli investimenti diretti nel capitale di rischio. Ad esempio, nel 2024 (che pure è stato un anno positivo per gli indici borsistici, visto che il FTSE Italia All Share nei primi 9 mesi è cresciuto del 12%) si registra un calo del valore degli investimenti in azioni quotate di società non finanziarie, che scende da € 44,9 miliardi a € 40,4 miliardi.

Rispetto ai titoli di debito, è aumentato l'investimento diretto in obbligazioni *corporate*, ma - sebbene significativo in percentuale - parliamo comunque di € 10 miliardi in più. C'è un potenziale significativo e ancora inespresso, sia lato offerta di titoli da parte delle imprese, sia lato domanda dei piccoli risparmiatori, sui titoli più liquidi. Quasi ininfluyente è il mercato dei *minibond*, ovvero le obbligazioni emesse soprattutto dalle PMI per importi sotto € 50 milioni. Secondo l'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano dal 2019 al 2024 questo mercato (dove investono più che altro banche, fondi di credito e CDP) ha raccolto in Italia poco meno di € 8 miliardi.

Fra le notizie meno buone, non ci sono progressi sulla massa di liquidità che gli italiani lasciano improduttiva sui conti correnti bancari (più di € 1.500 miliardi, in aumento).

La seconda nota dolente è che nel corso degli ultimi sei anni lo *stock* del debito pubblico complessivo italiano è aumentato da € 2.442,4 miliardi a € 2.966,6 miliardi (+€ 524,2 miliardi)<sup>5</sup>. Di per sé non è una notizia negativa: tutto dipende da come queste risorse vengono utilizzate e dalla sostenibilità futura del debito; lo Stato deve ovviamente mantenere una macchina efficiente assicurando servizi e sostegno ai cittadini ed è chiamato ad investire in infrastrutture, ricerca e sviluppo, formazione. È chiaro però che parliamo di risorse che sono sottratte all'investimento nell'Economia "reale". Inoltre, è sempre più evidente come lo Stato sia andato a sollecitare direttamente i cittadini risparmiatori, attraverso strumenti innovativi come i BTp Italia, i BTp Valore e i BTp Più. È indicativo che, all'opposto, siano praticamente sparite le Offerte Pubbliche di Sottoscrizione di titoli azionari, rivolte agli investitori *retail*.

Notizie poco incoraggianti arrivano dalle strategie di banche e altri investitori istituzionali (intermediari, fondi, assicurazioni e Poste Italiane). Come evidenzia la Tabella 1.7, il sostegno all'Economia "reale" da parte delle banche ha continuato a scendere nel corso dei sei anni passati soprattutto per la parte dei prestiti bancari (passati da € 678,5 miliardi a € 598,9 miliardi, -12%). Il calo complessivo di tutti gli impieghi per le banche è di € 103,4 miliardi (-13%). Ci sono stati incrementi nel valore degli impieghi da parte di fondi, intermediari non bancari e assicurazioni, ma come visto ciò è dovuto quasi esclusivamente all'effetto 'mercato'. Lo testimonia il fatto che gli impieghi per queste tre categorie aumentano di € 256,5 miliardi (pari all'80% degli impieghi a fine 2018) ma nel frattempo l'indice FTSE Italia All Share è cresciuto proprio dell'80%. Inoltre, come ha evidenziato la Tabella 1.3, le Famiglie sono finanziatori 'marginali' per Intermediari e ausiliari finanziari (la categoria che ha incrementato maggiormente gli impieghi verso le società non finanziarie) con una quota delle fonti pari a solo il 7,05% mentre gli investitori esteri detengono ben il 52,07%.

<sup>5</sup> Fonte: Banca d'Italia, "Finanza pubblica: fabbisogno e debito"

(valori in € miliardi)	31/12/2018		31/12/2024	
	Società non finanziarie	Debito pubblico	Società non finanziarie	Debito pubblico
Istituzioni finanziarie monetarie (banche)	789,1	1.075,9	685,7 (-103,4 -13%)	1.250,1 (+174,2 +16%)
Intermediari e ausiliari finanziari (SIM, SICAV, SGR...)	233,7	59,5	454,3 (+220,6 +94%)	79,0 (+19,5 +33%)
Fondi comuni	18,1	54,0	36,6 (+18,5 +102%)	49,6 (-4,4 -8%)
Assicurazioni e fondi pensione	69,9	324,8	87,3 (+17,4 +25%)	263,0 (-61,8 -19%)
Poste Italiane (stima)	5,5	110,1	8,6 (+3,1 +56%)	132,0 (+21,9 +20%)
TOTALE	1.116,3	1.624,3	1.272,5 (+156,2 +14%)	1.773,7 (+149,4 +9%)

**Tabella 1.7**  
Stock di finanziamento di banche e investitori istituzionali verso le imprese non finanziarie e il debito pubblico: confronto fra il 31/12/2018 e il 31/12/2024 (fra parentesi l'incremento sul periodo precedente in valore assoluto e in percentuale).  
Fonte: Banca d'Italia, Banca Centrale Europea

Per contro, si vede un maggiore impegno delle banche nei confronti del debito pubblico, che ha portato una riallocazione indiretta di un consistente ammontare di risorse dei risparmiatori verso i titoli di Stato, appunto attraverso gli attivi delle banche. Anche intermediari e ausiliari finanziari (SIM, SICAV, SGR, ...) e Poste Italiane hanno incrementato gli impieghi nel debito pubblico, mentre registriamo un decremento per fondi comuni, assicurazioni e fondi pensione. In aggregato si parla di un aumento di € 149,4 miliardi molto simile all'apporto a vantaggio delle società non finanziarie (€ 156,2 miliardi).

Il modello *input-output* introdotto nelle pagine precedenti ci consente di quantificare l'effetto complessivo indotto e di valutare l'evoluzione negli ultimi 6 anni (si veda la Figura 1.10). Gli impieghi 'integrati' delle Famiglie nelle imprese non finanziarie sono saliti a € 1.577,0 miliardi (+20%) partendo però da un contributo 'diretto' che è inferiore di solo € 109,3 miliardi: a tanto ammonta quindi il contributo indiretto che viene da banche e risparmio gestito. Gli impieghi complessivi netti dalle Famiglie verso il debito della Pubblica Amministrazione sono pure aumentati fino a € 1.580,3 miliardi (+47%), ma con una importante differenza: la parte più significativa (€ 1.222,8 miliardi) arriva indirettamente dall'*asset allocation* degli intermediari italiani. Fortunatamente è aumentato anche il supporto all'Economia "reale" che arriva dall'estero, ma allo stesso tempo crescono anche le risorse nazionali che vanno a finanziare impieghi oltre confine. I numeri della nostra ricerca evidenziano molto bene il disimpegno delle banche italiane verso le società non finanziarie, mentre per gli altri investitori istituzionali si può dire che si siano 'accontentati' dell'incremento di valore del portafoglio azionario già esistente a fine 2018, senza però aggiungere nuovi flussi di investimento e anzi troviamo evidenza di un lieve deflusso al netto dell'effetto 'mercato'.

Nel Capitolo 2 applicheremo questa metodologia per individuare il contributo specifico che nell'intero sistema è riconducibile alla specifica filiera del Private Banking, e per capire se il Private Banking abbia assecondato o controbilanciato la tendenza generale.

## 2. Private Banking ed Economia “reale”

Esattamente come nella ricerca pubblicata nel 2020, focalizziamo ora l'analisi sull'industria del Private Banking in Italia, descrivendone la rilevanza attraverso i dati forniti da AIPB, Associazione Italiana Private Banking. Applicheremo la metodologia introdotta nel capitolo precedente per analizzare l'impatto diretto e indiretto di questo settore sull'Economia “reale”, facendo leva anche su dati raccolti appositamente presso gli associati.

I patrimoni gestiti dal Private Banking sono strategici nel dibattito sul finanziamento alle imprese produttive italiane (AIPB, 2024). Gli investimenti dei clienti Private possono rappresentare una leva importante per l'Economia “reale” italiana: essi sono spesso a loro volta imprenditori e conoscono bene (avendolo vissuto a volte sulle loro spalle) quanto possa essere difficile per un'impresa, soprattutto piccola, accedere alle risorse finanziarie. Inoltre, il loro orizzonte di investimento è più di lungo termine rispetto ai piccoli risparmiatori e più facilmente può essere allocato su società non quotate e impieghi illiquidi (*private capital*).

### Il Private Banking in Italia: caratteristiche ed evoluzione del settore

Il mercato del Private Banking può essere definito dall'insieme degli operatori che offrono servizi di gestione personalizzata di portafogli finanziari e/o consulenza finanziaria evoluta a soggetti che vantano un patrimonio personale, familiare o collegato all'attività professionale/imprenditoriale in cui rientrano *asset* bancari, assicurativi, mobiliari, immobiliari e reali, per un importo pari almeno a € 2 milioni.

Come evidenzia la Figura 2.1, a fine 2024 gli *asset* gestiti dal Private Banking si attestavano a € 1.257 miliardi, con una crescita sul 2023 superiore agli altri operatori del risparmio gestito di quasi 9 volte (+14,1% del Private Banking rispetto a +1,6% degli altri operatori). Nel corso degli ultimi 4 anni la crescita è stata del 21,2%, anche grazie all'incremento dei valori della componente azionaria.

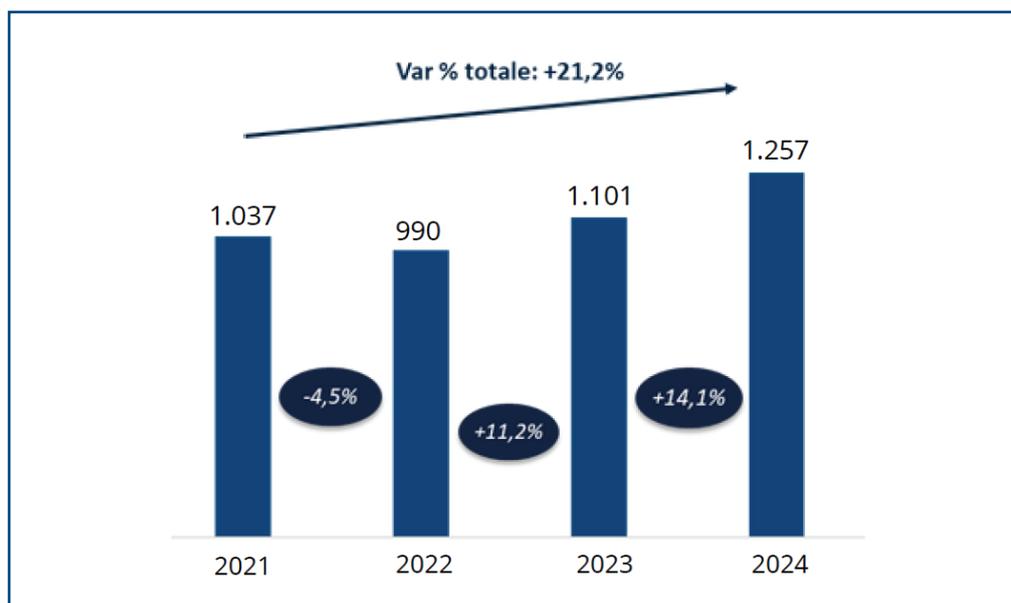


Figura 2.1

Evoluzione delle masse gestite dal Private Banking dal 2021 al 2024: valori in € miliardi. Fonte: AIPB (2025)

**Figura 2.2**  
*Asset allocation nel*  
 Private Banking.  
 Fonte: AIPB (2025)



La raccolta netta nel 2024 registrata dai 40 soci di AIPB è stata pari a circa € 50 miliardi, contro € 38 miliardi dell'anno precedente. Questo risultato riflette una maggiore solidità reddituale delle famiglie Private, unita a una più marcata propensione a destinare il nuovo risparmio all'investimento. In termini percentuali, la raccolta è cresciuta del +4,5% per il Private Banking, rispetto a +0,9% registrato dagli altri operatori.

La raccolta del 2024 è stata particolarmente elevata nel comparto amministrato (€ 21,9 miliardi), seguita da € 16,7 miliardi nella componente gestita, € 6,6 miliardi nella diretta e € 4,1 miliardi nel comparto assicurativo.

Il 2024 si è distinto come un anno *record* anche per il livello di soddisfazione della clientela Private: il 96% dei clienti si dichiara pienamente soddisfatto dei servizi ricevuti.

Per quanto riguarda la composizione dei portafogli, la Figura 2.2 mostra che i titoli di Stato pesano per il 10,8% dei portafogli, mentre le azioni valgono il 10,9%; seguono altre obbligazioni (4,6%), i *certificates* (1,2%), gli ETF/ETN/ETC (1,7%) e altri strumenti amministrati (1,5%); nel complesso il totale della componente amministrata è al 30,7%.

Il comparto gestito mantiene una rilevanza strategica: i fondi comuni rappresentano il 22,6% del portafoglio, seguiti dalle gestioni patrimoniali individuali (12,1%).

La componente diretta, composta da liquidità e obbligazioni bancarie proprie, rappresenta nel complesso il 14,4% del portafoglio.

Infine, la componente assicurativa ha sperimentato un recupero minore rispetto agli altri operatori, con un'incidenza leggermente più bassa nei portafogli: Ramo I (5,6%), Ramo III (6,2%), Multi-ramo (7,0%), Ramo VI (0,4%) e altri prodotti assicurativi (0,2%). Nel 2024, il Private Banking ha continuato il proprio percorso di trasformazione, consolidando l'evoluzione dei modelli di servizio verso soluzioni di consulenza evoluta. La quota di masse gestite secondo questo approccio ha raggiunto il 18% del totale degli *asset*, in ulteriore crescita rispetto al 15% del 2023 e al 12% del 2018. Si tratta di una dinamica che conferma l'impegno degli operatori nel rafforzare un modello orientato alla pianificazione finanziaria personalizzata, al monitoraggio continuo del portafoglio e alla valorizzazione del rapporto consulente-cliente. Questa tendenza si inserisce in un contesto di crescente attenzione per la qualità del servizio e per le implicazioni dei cambiamenti regolamentari in atto, in particolare con riferimento alla Retail Investment Strategy e ai principi del 'Value for Money'.

La quota di ricchezza gestita dal Private Banking rappresenta una parte rilevante delle attività finanziarie investibili delle famiglie italiane (sfiora il 30%). Il riferimento alla ricchezza finanziaria definita "investibile" deriva dal fatto che i portafogli finanziari degli investitori individuali affidati al servizio di Private Banking comprendono esclusivamente la liquidità, i titoli, il risparmio gestito in forma individuale o collettiva, i prodotti assicurativi vita. Rispetto allo *stock* di attività finanziarie descritte nel Capitolo 1 non

vengono quindi considerate le partecipazioni e le azioni non quotate, in relazione al fatto che queste vengono detenute direttamente dalle famiglie senza l’intermediazione degli operatori di Private Banking, così come le quote di TFR e altre riserve assicurative.

### **Private Banking e Economia “reale” italiana: l’impatto del settore**

Considerata la rilevanza del Private Banking in termini di masse gestite e la varietà di strumenti attraverso i quali tali risorse sono investite, diventa fondamentale analizzare l’esposizione di questo settore all’Economia “reale” del Paese. A tal fine, esattamente come cinque anni fa, sono state sviluppate e integrate due analisi complementari: la prima, di natura ‘micro’, mira a quantificare gli investimenti diretti sulla base dei dati forniti da AIPB; la seconda, di stampo ‘macro’, adatta e applica il modello *input-output* presentato nel Capitolo 1 per stimare l’investimento “integrato”.

A livello micro, l’Ufficio Studi AIPB ha coinvolto i propri associati richiedendo di quantificare, alla data del 31/12/2024, la consistenza degli investimenti diretti nell’Economia “reale”. In coerenza con la definizione utilizzata nel Capitolo 1, è stata predisposta una selezione di strumenti finanziari quotati sul mercato e riconducibili ai codici ATECO di riferimento. In particolare, sono stati selezionati 324 titoli azionari e 333 titoli obbligazionari riconducibili a emittenti non finanziarie.

Per effettuare un’analisi preliminare degli investimenti indiretti, è stato analizzato un insieme di 33.587 fondi comuni italiani ed esteri autorizzati per la distribuzione in Italia, che alla data del 31/12/2024 risultavano detenere in portafoglio i titoli citati sopra. Nella ricerca del 2020 i fondi considerati erano 13.278: la copertura dell’industria del risparmio gestito risulta quindi migliore rispetto a quella del passato.

Per quantificare il valore degli investimenti fatto da ogni fondo nell’Economia “reale”, è stato fondamentale e prezioso il contributo alla ricerca di Morningstar, che per ogni prodotto ha indicato la percentuale investita in titoli italiani allineati alla metodologia introdotta nel Capitolo 1.

Una volta definito il perimetro dell’analisi, agli associati di AIPB è stato chiesto di riportare l’importo investito a qualsiasi titolo e con qualsiasi mandato in ciascuno dei titoli e fondi individuati, alla data del 31/12/2024. In questo modo, è stato possibile calcolare l’esposizione diretta che il Private Banking vanta nei confronti delle società non finanziarie.

A partire dal modello ‘*input-output*’ già impiegato per la totalità delle famiglie, si è infine calcolata l’esposizione integrata, considerando le consistenze dirette ricavate dalle statistiche di AIPB e utilizzando ipotesi condivise dal *team* di ricerca sulla base di medie di mercato.

La limitazione più rilevante riguarda il comparto assicurativo. Infatti, ad un livello ‘micro’ è stato impossibile discriminare fra prodotti di assicurazioni italiane e straniere (imputandole poi nel nostro modello alle riserve tecniche), e men che meno risalire agli investimenti indiretti nei singoli titoli; non consideriamo quindi il contributo specifico e siamo consapevoli che, come nel 2018, l’esposizione integrata del Private Banking risulta sottostimata di alcuni miliardi di euro.

#### *Raccolta amministrata*

Abbiamo visto che alla data del 31/12/2024 circa il 30% delle passività delle società non finanziarie italiane è imputabile al risparmio delle famiglie residenti, considerando tanto la componente diretta (€ 1.467,7 miliardi) quanto quella integrata (€ 1.577,0 miliardi).

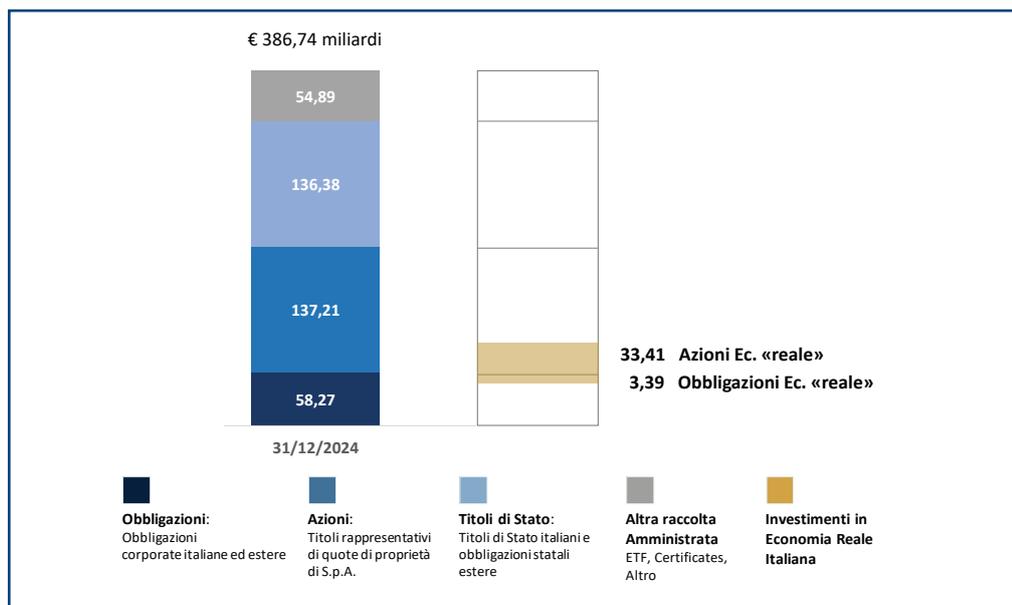
Per analizzare in quale misura il finanziamento diretto sia riconducibile al sottoinsieme di famiglie Private, è necessario tenere in considerazione che nei portafogli gestiti dall’industria non compaiono le partecipazioni e le azioni non quotate di proprietà degli investitori individuali che, si rammenta, rappresentano l’85% rispetto ai finanziamenti diretti delle famiglie (ovvero circa € 1.500 miliardi).

Inoltre, i dati di AIPB non considerano la quota di prestiti concessi dalle famiglie a società non finanziarie (circa € 10 miliardi, € 4 miliardi in meno rispetto al 2018). Queste

Figura 2.3

Raccolta amministrata e investimento diretto in Economia "reale" dei portafogli Private al 31/12/2024. Valori in € miliardi.

n.b. il contributo degli ETF all'investimento in Economia "reale" rilevato nella raccolta amministrata del Private Banking sarà conteggiato nel totale 'integrato'



componenti saranno quindi escluse dalle analisi che seguono; tuttavia si ritiene ragionevole ipotizzare che buona parte dell'ammontare rilevato nel primo capitolo sia da considerare in capo alle famiglie Private, poiché una ampia quota dei clienti dell'industria è rappresentata da imprenditori. L'analisi che segue esclude anche le riserve tecniche presso società non finanziarie (€ 97,8 miliardi) e la parte dei depositi presso società non finanziarie di cui non è stato possibile rilevare la parte attribuibile alle famiglie Private. Analizzando l'*asset mix* dei portafogli amministrati dai *private banker* partecipanti all'indagine AIPB (si veda la Figura 2.3), emergono due principali punti. Come nel 2018, le azioni sono l'*asset class* preponderante con € 137,21 miliardi e rappresentano il 35,5% degli attivi (33,9% nel 2018). Anche considerando l'effetto di crescita dei prezzi di mercato nel 6 anni trascorsi, l'incremento rimane positivo. Tuttavia, si registra una forte diminuzione dell'investito in obbligazioni (€ 58,27 miliardi), sceso dal 23,5% nel 2018 al 15,1% nel 2024, che viene compensata da un forte aumento dei titoli di Stato, passati dal 27,9% al 35,3% (€ 136,38 miliardi). Questo fenomeno è riconducibile principalmente al rapido aumento dei tassi d'interesse registrato negli ultimi anni a seguito dello scoppio della guerra russo-ucraina, che ha reso più attrattivi i titoli governativi. L'incertezza che ha caratterizzato gli ultimi anni ha poi spinto i *private banker* a preferire i titoli di Stato, più sicuri dei titoli *corporate* e ora sufficientemente remunerativi.

La *survey* condotta appositamente da AIPB sugli strumenti finanziari presenti nei portafogli Private ci porta a un totale investito in *equity* delle imprese dell'Economia "reale" pari a € 33,41 miliardi su un totale di € 137,21 miliardi (con un'incidenza quindi del 24,35%) e un totale investito in obbligazioni delle stesse imprese pari a € 3,39 miliardi su € 58,27 miliardi totali (il 5,82%). Lo *stock* totale investito direttamente in Economia "reale" italiana tramite l'acquisto di azioni e obbligazioni di imprese non finanziarie, come mostra la Figura 2.3, risulta quindi pari a € 36,8 miliardi a fine 2024, in crescita di € 14,3 miliardi (+64%) rispetto al 2018. Come sette anni fa, circa il 90% è composto da azioni quotate, mentre l'obbligazionario gioca un ruolo minore.

Se si confronta questo dato con il totale investito dalle famiglie italiane in azioni quotate e obbligazioni, emerge chiaramente la centralità dei clienti del Private Banking, che detengono oltre il 70% dell'intero ammontare. I portafogli gestiti dal Private Banking rappresentano dunque una componente determinante nell'investimento diretto complessivo delle famiglie in titoli quotati, sia sul fronte azionario che obbligazionario *corporate*. Come nel 2018, secondo le analisi di AIPB la capacità dei clienti Private di indirizzare i propri capitali verso imprese produttive italiane rimane fortemente condizionata dalle caratteristiche del mercato dei capitali domestico. Il limitato ricorso alla quotazione da parte delle imprese non finanziarie, che rappresentano una porzione sempre più contenuta dei titoli scambiati, si riflette sul contributo dei clienti Private al finanziamento

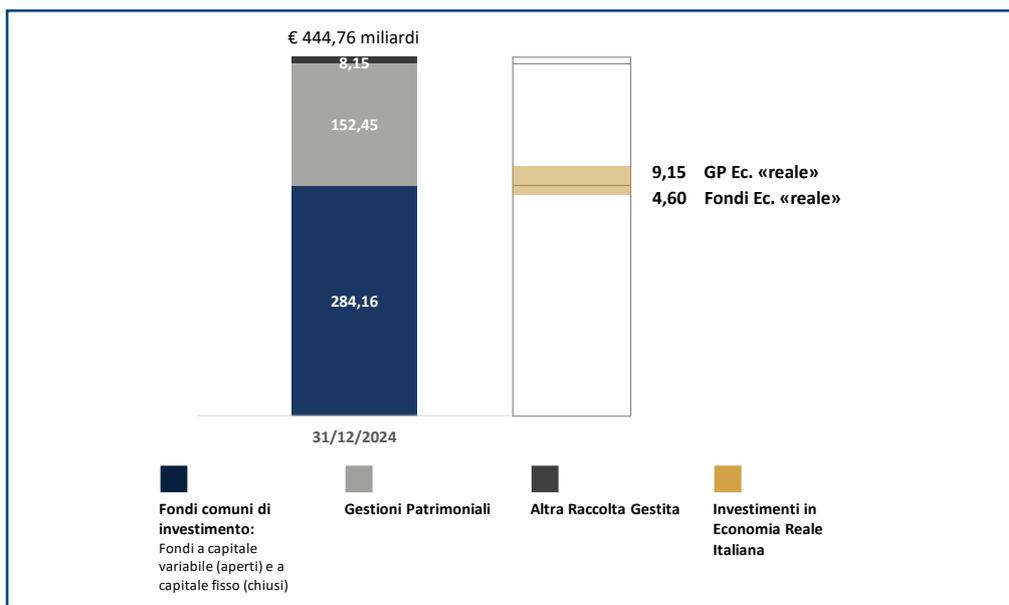


Figura 2.4

Raccolta gestita e investimento in Economia “reale” dei portafogli Private al 31/12/2024. Valori in € miliardi.

dell’Economia ‘reale’. Infatti, nonostante la propensione all’investimento domestico risulti accentuata (il 24% delle azioni nei portafogli Private risulta essere di imprese italiane non finanziarie), il peso marginale dell’azionario italiano sul globale (1% secondo Lixinvest) rappresenta di fatto il maggiore vincolo e obbliga ad investire in imprese estere o nel settore finanziario per poter mantenere una corretta diversificazione del portafoglio.

Lo sviluppo degli investimenti diretti dei clienti del Private Banking in Economia “reale” italiana passa perciò inevitabilmente attraverso un incremento del numero delle imprese italiane non finanziarie quotate e una crescita del peso del mercato italiano sull’azionario globale.

#### Raccolta gestita

Dopo avere esaminato la raccolta amministrata, passiamo a considerare quella gestita. Come evidenzia la Figura 2.4, la raccolta gestita dal Private Banking nel 2024 ammonta a circa € 445 miliardi, in crescita di € 138 miliardi (+45%) rispetto al 2018. La composizione risulta tuttavia simile a sette anni fa, con i fondi comuni di investimento che rappresentano l’asset class più rilevante (63,9% delle masse; nel 2018 erano il 63,2%) e le gestioni patrimoniali che seguono (34,3%; 35,8% nel 2018).

Per quanto riguarda l’investimento in fondi, i risultati della *survey* proposta da AIPB, integrati dai dati di Morningstar e applicando la metodologia prima descritta, ci portano a un valore di € 4,60 miliardi investito nell’Economia “reale” (si veda la Figura 2.4).

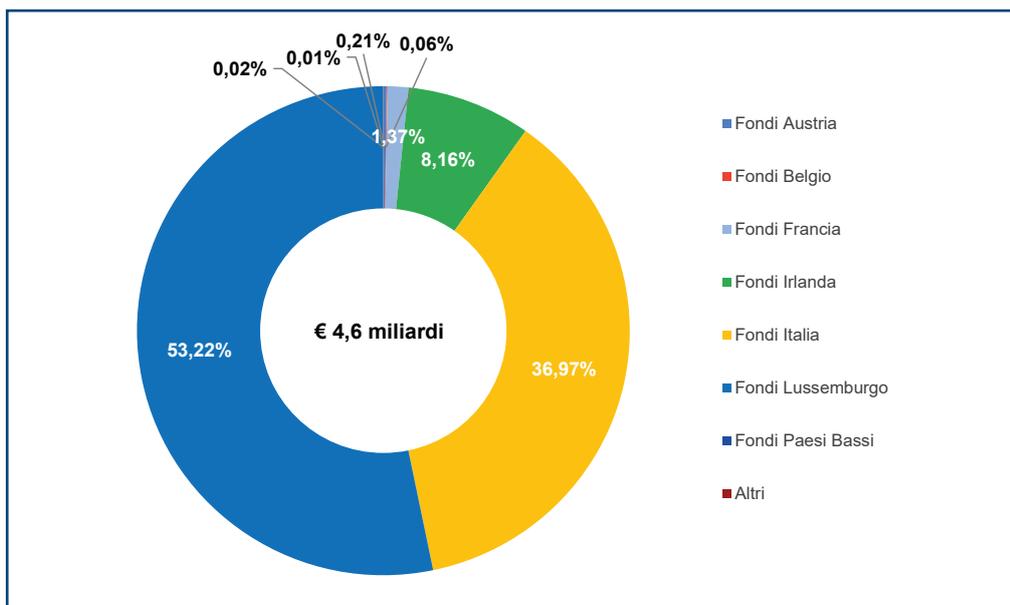
Per capire i volumi delle gestioni patrimoniali che sono ascrivibili all’Economia “reale”, si è convenuto di utilizzare dati raccolti da AIPB, secondo i quali i titoli nei portafogli delle gestioni patrimoniali sono allocate per l’81% in obbligazioni, per il 17% in *equity* e per il rimanente 2% in liquidità. In prima approssimazione sono applicate ad azioni e obbligazioni le percentuali riferibili all’Economia “reale” trovate per gli investimenti diretti (rispettivamente 24,35% e 5,82%); si ottiene quindi un valore di € 7,88 miliardi. A questo si somma il contributo della gestione patrimoniale in fondi, stimato in € 1,27 miliardi utilizzando le metodologie definite: il totale della gestione patrimoniale è quindi € 9,15 miliardi (si veda ancora la Figura 2.4).

Nel complesso, a fine 2024 le risorse veicolate dal Private Banking indirettamente verso l’Economia “reale” italiana (fra fondi e gestioni patrimoniali) ammontavano a € 13,75 miliardi, in calo (-10,7%) rispetto a € 15,4 miliardi registrati nel 2018. Il risultato negativo si manifesta nonostante il significativo incremento nel numero dei fondi analizzati, saliti a 33.857 nel 2024 rispetto ai 13.278 del 2018.

La contrazione stimata riflette probabilmente una minore incidenza dell’Italia nel portafoglio dei fondi considerati, come conferma la diminuzione del peso dei titoli domestici

**Figura 2.5**

Risorse Private investite indirettamente in Economia "reale", divise per paese di emissione del fondo d'investimento, alla data del 31/12/2024. Valori in € miliardi. Fonte: AIPB



(-42,4%) nei 6.874 fondi censiti in entrambe le indagini. Inoltre, la quota di risorse destinate all’Economia “reale” italiana varia sensibilmente in base alla residenza dei fondi: mentre i fondi italiani, pari al 3,2% del totale (nel 2018 erano il 5,5%), investono in media il 9,2% dei propri attivi nel contesto nazionale (in calo dal 12% nel 2018), i fondi esteri risultano molto meno esposti, con una media del 2,6%, in forte calo rispetto al 4% del 2018 (-35%). Particolarmente contenuta è l’esposizione dei fondi lussemburghesi, che pur rappresentando oltre il 70% dei fondi censiti, si ferma al 2,5%. Contribuiscono invece positivamente i fondi belgi e francesi, che allocano rispettivamente il 6,4% e il 4,9% all’Economia “reale” italiana.

Nel complesso, come mostra la Figura 2.5, le risorse riconducibili al Private Banking nazionale investite tramite i fondi nell’Economia “reale” (€ 4,6 miliardi) sono gestite per il 53,22% dal Lussemburgo, per il 36,97% dall’Italia (percentuale abbastanza stabile rispetto a fine 2018), per l’8,16% dall’Irlanda (6 anni fa era il 6,5%). Seguono Francia (1,37%), Austria (0,21%), Belgio (0,06%) e Paesi Bassi (0,02%).

Dunque, in modo ancora più marcato rispetto al 2018, la composizione dell’offerta di prodotti del risparmio gestito in Italia potrebbe meglio rispondere alle istanze di finanziamento delle imprese nazionali del manifatturiero e dei servizi.

### Investimenti integrati

L’analisi condotta a livello microeconomico consente di delineare con chiarezza il ruolo del Private Banking negli investimenti diretti nell’Economia “reale”, così come quello negli investimenti indiretti tramite fondi comuni. Tuttavia, come evidenziato nel Capitolo 1, anche le allocazioni verso titoli e depositi bancari, compagnie assicurative e altri intermediari finanziari contribuiscono, seppur indirettamente, al finanziamento delle imprese non finanziarie. Per questo motivo, la metodologia applicata per il totale delle Famiglie è stata applicata anche al comparto del Private Banking, al fine di stimarne il contributo complessivo al sistema economico<sup>1</sup>.

In Tabella 2.1 vediamo i risultati ottenuti attraverso il modello *input-output*, applicato al segmento delle famiglie Private; si ottiene un contributo integrato pari a € 167,65 miliardi alla data del 31/12/2024, in crescita rispetto a € 120,6 miliardi del 2018 (+39%). L’incremento è trainato principalmente dalla componente diretta, che passa da € 22,5 miliardi a € 50,55 miliardi (+125%), superando anche l’effetto dell’incremento degli indici di mercato. Il contributo indiretto, invece, cresce più moderatamente, da € 98,1 miliardi a € 117,1 miliardi (+19%). Questo *trend* riflette un’evoluzione nella composizione dei portafogli Private, con un aumento della raccolta amministrata (dal 23,6% del 2018 al 30,7% del 2024) a scapito della raccolta gestita, che nel corso dei 5 anni è passata dal 39,6% al 35,4%.

<sup>1</sup> Ai fini di questa specifica analisi è stato possibile scorporare a priori il contributo di Poste Italiane, conoscendo con precisione la tipologia di investimenti diretti fatti dalle famiglie Private

	Famiglie (escluse riserve tecniche e investimenti in società non quotate)			Private Banking		
	31/12/2018	31/12/2024	Variazione	31/12/2018	31/12/2024	Variazione
(valori in € miliardi)						
Investimento diretto	34,0	146,3	+112,3 (+330%)	22,5	50,55	+28,05 (+125%)
Investimento indiretto	387,2	109,3	-277,9 (-72%)	98,1	117,10	+19,00 (+19%)
Investimento integrato	421,2	255,6	-165,6 (-39%)	120,6	167,65	+47,05 (+39%)

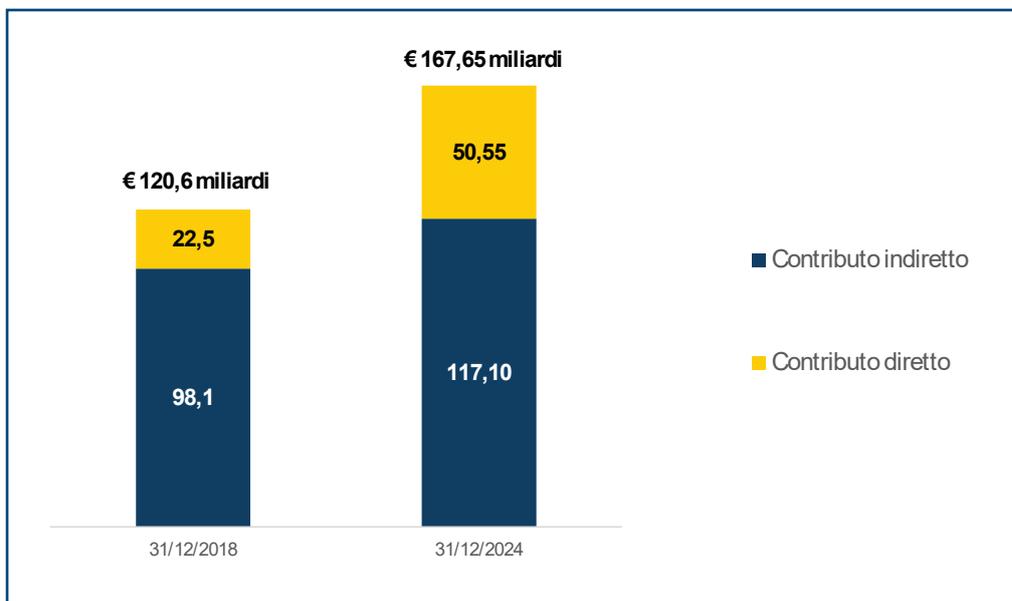
**Tabella 2.1**

Risultati del modello ‘input-output’ applicato al Private Banking. Stock di finanziamento alle imprese non finanziarie.

### Alcune considerazioni

Confrontando i numeri attribuiti al Private Banking con quelli delle Famiglie italiane al netto delle riserve tecniche e degli investimenti in società non quotate (si veda ancora la Tabella 2.1), notiamo che entrambi i settori aumentano l’esposizione diretta, ma le famiglie vedono diminuire il contributo che arriva indirettamente alle società non finanziarie. Ciò è dovuto ad una esposizione del Private Banking comparativamente più bassa verso intermediari e gestori che privilegiano gli impieghi verso titoli di Stato e verso l’estero. Nonostante il contesto sfavorevole, come nel 2018 emerge una particolare resilienza del Private Banking verso l’Economia “reale”, non solo attraverso l’allocazione diretta, ma anche grazie ad una selezione più mirata degli investimenti indiretti, privilegiando fondi e intermediari che mantengono una preferenza stabile verso le imprese industriali italiane. L’effetto è che i clienti Private possono vantare un saldo positivo nei 6 anni considerati verso l’Economia “reale” (si veda la Figura 2.6) mentre per le famiglie italiane nel suo complesso si trova un saldo negativo, se non consideriamo il portafoglio di aziende non quotate.

Risulta interessante confrontare l’allocazione delle Famiglie e del Private Banking anche nei confronti di due settori istituzionali particolari, l’estero e lo Stato. Per quanto riguarda il primo ambito, la Tabella 2.2 mostra che gli investimenti delle Famiglie fuori dall’Italia quasi raddoppiano nell’arco del periodo considerato, passando da € 426,6 miliardi nel 2018 a € 907,3 miliardi nel 2024. Il comportamento del Private Banking è invece opposto e segnala un interesse crescente verso l’economia domestica. Infatti, l’esposizione verso il resto del mondo decresce nei sei anni considerati. Va però sottolineato che il calo reale è più contenuto di quanto stimato dai nostri dati, perché dai dati a disposizione non è possibile distinguere per destinazione (Italia o estero) gli investimenti verso il settore assicurativo e verso le amministrazioni pubbliche.

**Figura 2.6**

Risultati del modello ‘input-output’ applicato al Private Banking: stock di investimenti integrati in Economia “reale” al 31/12/2024 e confronto con il 31/12/2018.

Tabella 2.2

Risultati del modello  
'input-output' applicato  
al Private Banking.  
Stock di finanziamento  
dei residenti verso  
l'estero.

(valori in € miliardi)	Famiglie			Private		
	31/12/2018	31/12/2024	Variazione	31/12/2018	31/12/2024	Variazione
Investimento integrato	462,6	907,3	+444,7 (+96%)	264,6	92,2	-172,4 (-65%)

Concentrandosi sul finanziamento alle Amministrazioni Pubbliche, notiamo in Tabella 2.3 un aumento degli investimenti per entrambi i settori, sia in termini diretti che integrati.

Tabella 2.3

Risultati del modello  
'input-output' applicato  
al Private Banking.  
Stock di finanziamento  
alle pubbliche  
amministrazioni.

(valori in € miliardi)	Famiglie			Private		
	31/12/2018	31/12/2024	Variazione	31/12/2018	31/12/2024	Variazione
Investimento diretto	208,6	357,5	+148,9 (+71%)	60,6	185,3	+124,7 (+206%)
Investimento indiretto	864,1	1.222,8	+358,7 (+41%)	117,0	175,2	+58,2 (+50%)
Investimento integrato	1.072,7	1.580,3	+507,6 (+47%)	177,6	360,5	+182,9 (+103%)

Come detto in precedenza, in un contesto caratterizzato da tassi d'interesse più elevati e instabilità economica quanto geopolitica, i titoli di Stato sono risultati un'opzione sempre più attrattiva poiché in grado di combinare sicurezza e remunerazione. Si nota però un'interessante differenza; per il complesso dei risparmiatori italiani è più consistente l'incremento 'indiretto' legato alle strategie degli intermediari e dei gestori di fondi, mentre per il Private Banking è più consistente il contributo diretto, mentre quello indiretto è più contenuto.

Riassumendo, tre sono i risultati che emergono dai numeri raccolti da AIPB:

1. il contributo che il Private Banking fornisce all'Economia "reale" in Italia è cresciuto negli ultimi 6 anni, sia in termini diretti che indiretti; al netto dell'effetto di mercato legato alla crescita degli indici azionari, il contributo è comunque positivo, al contrario di quanto verificato per il complesso delle famiglie italiane;
2. il Private Banking ha ridotto l'esposizione verso l'estero, privilegiando la scelta di fondi di investimento che più si impegnano per sostenere l'Economia reale;
3. è comunque aumentata l'allocazione diretta nei titoli di Stato, che sono tornati a offrire rendimenti più competitivi rispetto al passato; quella indiretta è aumentata meno che proporzionalmente grazie probabilmente ad una più oculata scelta dei fondi inseriti nei portafogli.

---

### 3. Conclusioni e proposte

Questa ricerca ha ricostruito come il flusso del risparmio delle famiglie in Italia sia stato canalizzato direttamente e indirettamente negli ultimi 6 anni verso l'Economia "reale" in competizione rispetto al finanziamento del debito pubblico e all'investimento verso l'estero.

Come nel 2020, ci sentiamo di sottolineare che il mondo degli intermediari finanziari (banche, fondi, assicurazioni, SIM e SGR) è anch'esso composto da persone reali, cui dà lavoro, e contribuisce a creare innovazione (si pensi allo sviluppo del Fintech negli ultimi anni). È comunque corretto riconoscere alla manifattura e agli altri comparti industriali o ancillari (edilizia, servizi, commercio, agricoltura, trasporti, infrastrutture, turismo) un ruolo prioritario e strategico nell'agenda, soprattutto in un paese come l'Italia popolato da molte piccole aziende e che vuole valorizzare il *made in Italy*.

Partiamo dalle buone notizie. Il valore delle risorse investite nell'Economia "reale" italiana è aumentato in 6 anni: la nostra stima parla di € 1.577 miliardi investiti direttamente o indirettamente a sostegno delle imprese non finanziarie, grandi e piccole. L'incremento è di circa € 259 miliardi, ma è legato soprattutto all'effetto "mercato" dei multipli di valutazione dell'*equity* e alla maggiore patrimonializzazione delle aziende non quotate, fra cui le imprese familiari. Cresce anche l'investimento nei titoli obbligazionari delle imprese, ma parliamo di numeri ancora molto marginali rispetto al potenziale.

Rispetto invece alle criticità, è stata confermata negli ultimi 6 anni la tendenza ad accumulare liquidità 'parcheggiata' nei conti bancari (siamo arrivati a quasi € 3.000 miliardi); c'è da chiedersi cosa spinge, anche in una situazione di tassi di interesse maggiori rispetto a 6 anni fa, a sopportare un costo opportunità del capitale significativo. Basterebbe mobilitare il 10% di queste risorse per dare una spinta vigorosa all'Economia "reale".

Si conferma che il concorrente più temibile per le imprese emittenti è il debito pubblico. Il nostro modello stima un contributo diretto e indiretto cresciuto di circa € 507 miliardi, favorito soprattutto dagli intermediari (banche, fondi, assicurazioni).

I numeri evidenziano molto bene la stagnazione della raccolta del mercato azionario, che ha beneficiato - come detto - di un ciclo positivo di Borsa, ma che non è riuscito a canalizzare nuove risorse in modo significativo. Anzi, sotto alcuni aspetti è risultato più attraente il mercato estero.

Quali possono essere le leve da utilizzare per invertire questa tendenza?

I promotori di questa ricerca (Intermonte SIM, AIPB e Politecnico di Milano) vogliono mettere sul tavolo alcune proposte operative, partendo anche da azioni di *policy* sviluppate in altri Paesi che hanno dato risultati apprezzabili.

Riteniamo che la condizione necessaria iniziale sia quella di supportare la domanda di capitale da parte delle imprese italiane. I *policy maker* dovrebbero creare le opportunità migliori affinché le imprese possano convintamente investire in capitale fisso, tecnologia, risorse umane qualificate. Solo in questo modo, creando valore dai progetti delle imprese, si potranno attrarre risparmiatori e investitori istituzionali e si potrà offrire un mercato borsistico efficiente dove domanda e offerta di capitale si incontrano.

La banca pubblica francese Bpifrance può essere un esempio di investitore pubblico 'diretto' e 'indiretto' da considerare. Particolarmente interessante appare il "Plan Industrie" che mira a investire € 40 miliardi entro il 2029 creando 100 nuovi siti industriali all'anno con un'attenzione particolare sulla decarbonizzazione e sull'internazionalizzazione.

Vale la pena sottolineare che numerose sono state le prese di posizione per rivitalizzare i

mercati borsistici, dove sempre meno imprese decidono di essere quotate.

L'associazione World Federation of Exchanges ha lanciato recentemente un "Exchange Manifesto" insieme ad alcune proposte operative: (i) promuovere una maggiore integrazione fra *public markets* e *private markets*, piuttosto che una competizione, (ii) incentivi fiscali per la quotazione e snellimento delle procedure, (iii) ridurre la frammentazione dei mercati e utilizzare la tecnologia per ridurre i costi di accesso ai mercati, (iv) promuovere la cultura dell'investimento nel capitale di rischio nel lungo termine, stimolando gli analisti indipendenti a ridurre le asimmetrie informative, (v) rafforzare la reputazione dei mercati borsistici.

Il progetto del FNSI (Fondo Nazionale Strategico Indiretto), la piattaforma di investimento da € 700 milioni annunciata dal Governo per il sostegno ai titoli quotati con bassa capitalizzazione, è un esperimento positivo da seguire con attenzione.

Un altro punto riguarda le scelte di investimento delle Casse di previdenza e delle forme di previdenza complementare. Un recente documento del Parlamento<sup>1</sup> evidenzia che a fine 2023 l'esposizione diretta delle Casse previdenziali italiane verso i titoli di Stato ammontava a € 18,91 miliardi, pari a più di due volte quella verso i titoli di capitale (€ 8,55 miliardi che peraltro comprende € 1,95 miliardi detenuti nel capitale della Banca d'Italia). Inoltre, dal 2018 al 2023 gli investimenti in titoli di Stato sono aumentati del 37% contro il 25% di aumento sui titoli mobiliari, dato coerente con i risultati della presente ricerca. La parte più significativa del patrimonio complessivo delle Casse analizzate (che ammontava a fine 2023 a € 96,82 miliardi) era investita in fondi (OICR e OICVM). L'*asset allocation* risultava molto esposta verso l'estero: il 46% del patrimonio delle Casse è investito in Italia, mentre la quota rimanente è investita per il 23% in altri Paesi UE, per il 16% negli USA e per la parte rimanente nel Resto del Mondo. Il documento afferma che "un incremento nell'esposizione azionaria dei portafogli delle forme previdenziali complementari appare in linea di principio coerente con l'orizzonte di medio-lungo periodo proprio degli investitori previdenziali; esso rappresenterebbe altresì un potenziale fattore di supporto dello sviluppo dell'economia reale nazionale". Condividiamo questa proposta e auspichiamo un allineamento rispetto ad altri mercati UE dove l'incidenza di fondi pensione e assicurazioni nel finanziamento dell'Economia "reale" è più incisivo. Su questo tema è interessante notare che il Regno Unito dal 2027 intende chiedere ai fondi pensione nazionali di rendere pubblicamente nota la quota degli *asset* che sono investiti in imprese britanniche. Nei Paesi Bassi entro il 2028 i fondi pensione dismetteranno fino a € 125 miliardi di *bond* statali per reinvestire in *asset* reali, come richiesto da una riforma normativa.

Infine, occorre proseguire nelle azioni di educazione finanziaria, trasversalmente fra tutte le generazioni, affinché siano chiari opportunità e rischi dell'investimento nel capitale delle imprese. Gli incentivi fiscali possono essere efficaci: l'esperimento dei PIR (Piani Individuali di Risparmio) è stato utile per incrementare la disponibilità di capitale e da lì si può ripartire per progettare vantaggi fiscali che però devono privilegiare la *retention* nel lungo termine. Ad esempio, questo è uno degli obiettivi annunciati dal Governo britannico per i prossimi tempi, che intende privilegiare un approccio mirato a "*informing rather than just warning*" attraverso campagne dedicate. Il pacchetto "Leeds Reform" mira a mobilitare la liquidità dei conti correnti: per la prima volta, le banche britanniche invieranno opportunità di investimento ai risparmiatori per spiegare le opportunità di investimento esistenti.

In questo quadro, il Private Banking rimane un attore importante nel processo e potrà ulteriormente spingere per sostenere il flusso di capitale verso l'Economia "reale" italiana interfacciandosi da una parte con le aziende emittenti (i cui imprenditori sono spesso suoi clienti) e dall'altra con una fascia di investitori individuali adatti a prodotti e strategie mirate e specializzate per una tolleranza del rischio maggiore e un orizzonte temporale di medio e lungo periodo.

<sup>1</sup> "Documento approvato dalla Commissione Parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale nella seduta del 12 giugno 2025 a conclusione dell'indagine conoscitiva deliberata nella seduta del 10 gennaio 2024 sugli investimenti finanziari e sulla composizione del patrimonio degli enti previdenziali e dei fondi pensione anche in relazione allo sviluppo del mercato finanziario e al contributo fornito alla crescita dell'Economia reale"

---

## Bibliografia

- AIPB, 2024, L'offerta Private Markets nel Private Banking e in Italia.
- AIPB, 2025, Rapporto sul Private Banking (in collaborazione con Prometeia).
- Banca Centrale Europea, 2025, *Quartely Sector Accounts*.
- Banca d'Italia, 2025, *Conti finanziari*.
- Brioschi F., Buzzacchi, L., Colombo, M.G., 1990, *Gruppi di imprese e mercato finanziario*, La Nuova Italia Scientifica.
- Intesa Sanpaolo e Centro di ricerca e documentazione Luigi Einaudi, 2024, *Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani* (a cura di G. Russo).
- Leontief, W., 1986, *Input-Output Economics*, New York, Oxford University Press.
- Ministero delle Imprese e del Made in Italy, 2024, *Made in Italy 2030 - Libro verde sulla politica industriale*.
- Osservatorio Crowdfunding, 2024, *Ottavo report italiano sul crowdfunding*, Politecnico di Milano, [www.osservatoriocrowdfunding.it](http://www.osservatoriocrowdfunding.it).
- Osservatorio Minibond, 2025, *Decimo report italiano sui minibond*, Politecnico di Milano, [www.osservatoriominibond.it](http://www.osservatoriominibond.it).



---

## Il gruppo di ricerca

I quaderni di ricerca Intermonte sono realizzati sotto la direzione scientifica del Politecnico di Milano, School of Management.

Team di ricerca: Giancarlo Giudici, Gualtiero Fantò, Andrea Grassi (Politecnico di Milano), Federica Bertoncelli, Alessandro Di Bartolomeo (AIPB), Guglielmo Manetti, Andrea Randone, Alberto Villa (Intermonte SIM).

Si ringrazia Morningstar per la collaborazione attiva.

La School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e consulenza nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

La School of Management possiede la "Triple crown", i tre accreditamenti più prestigiosi per le Business School a livello mondiale: EQUIS, ricevuto nel 2007, AMBA (Association of MBAs) nel 2013, e AACSB (Advance Collegiate Schools of Business, ottenuto nel 2021). Nel 2017 è la prima *business school* italiana a vedere riconosciuta la qualità dei propri corsi erogati in *digital learning* nei *master* Executive MBA attraverso la certificazione EOCCS (EFMD Online Course Certification System). Inoltre nel 2024 la Scuola ha completato con successo il processo di valutazione BSIS (Business School Impact System) ottenendo il prestigioso riconoscimento per aver generato impatto di eccellenza accademica e sociale.

Inserita nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa dal 2009, oggi è in classifica con il Full-Time MBA, il Master of Science in Management Engineering e l'Online MBA. In particolare nel 2024 l'International Flex EMBA si posiziona 8° al mondo nel Financial Times Online MBA Ranking.

La Scuola è presente anche nei QS World University Rankings e nel Bloomberg Businessweek Ranking.

La Scuola è membro di PRME (Principles for Responsible Management Education), Cladea (Latin American Council of Management Schools) e di GBSN (Global Business School Network).

Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano e la POLIMI Graduate School of Management che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master.

Il gruppo di Entrepreneurship Finance & Innovation (EFI) della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società private, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *startup* innovative, le tematiche di ESG *finance* e di *climate finance*, i finanziamenti alternativi per le PMI, i *crypto-asset*. È inoltre coinvolto in progetti di formazione *post-graduate* come il corso ESG Analysis & Investing (organizzato con CFA Society Italy) e percorsi organizzati *ad hoc* per importanti *player* finanziari.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, da più di 10 anni erogata anche in lingua inglese, esiste un *major* specifico in Finance.

Internet: [www.som.polimi.it](http://www.som.polimi.it)

Quaderni di ricerca precedenti:

- n. 1 Le IPO '*venture-backed*' sul mercato italiano (marzo 2016)
- n. 2 L'IPO come mezzo per finanziare la crescita: raccolta di capitale e utilizzo dei *proceeds* (aprile 2017)
- n. 3 I Piani Individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano (marzo 2018)
- n. 4 Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese (gennaio 2020)
- n. 5 Le strategie di comunicazione delle *mid & small cap* quotate su Borsa Italiana in ambito ESG: un'analisi di *benchmarking* (dicembre 2020)
- n. 6 *Sliding doors*: il flusso di *listing* e *delisting* sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021) (febbraio 2022)
- n. 7 La presenza dei fondi di investimento nel mercato azionario di Borsa Italiana: un'indagine sugli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia Small Cap (febbraio 2024)



