

Investimenti retail in Europa

Composizione della ricchezza; ruolo e uso di ISA, ISK, PEA, PIR

Stefano Caselli, Marta Zava
Università Bocconi



Università
Bocconi

BAFFI
Centre on Economics,
Finance and Regulation

In collaboration with

EQUITA

Indice

Preface	3
Sintesi	5
Considerazioni preliminari	7
Part 1. Composizione complessiva della ricchezza	13
1.1 Composizione complessiva della ricchezza: attività finanziarie e non finanziarie	14
1.1.1 Italia: graduale riequilibrio verso le attività finanziarie	14
1.1.2 Regno Unito: struttura patrimoniale equilibrata con prevalenza pensionistica.	16
1.1.3 Francia: notevole stabilità attraverso cicli economici differenti	19
1.1.4 Confronto fra Paesi e fattori strutturali.....	20
1.2 Composizione delle attività finanziarie e allocazione di portafoglio.....	23
1.2.1 Italia: portafogli conservativi orientati ai depositi e recente trasformazione	23
1.2.2 Regno Unito: ricchezza finanziaria dominata dalle pensioni e utilizzo degli ISA.....	28
1.2.3 Sweden: High Equity Orientation and Cultural Factors	33
1.2.4 Francia: approccio multi-asset equilibrato con prodotti specializzati	37
1.2.5 Analisi comparata: cosa determina le differenze di portafoglio?.....	42
1.3 Tendenze della partecipazione al mercato azionario.....	45
1.3.1 Italia: andamento a V e vulnerabilità nelle crisi	45
1.3.2 Regno Unito: volatilità ciclica ed effetti della Brexit	47
1.3.3 Svezia: notevole stabilità e fondamenta istituzionali	48
1.3.4 Comparative Analysis: Institutional Determinants of Resilience.....	50
1.3.5 Implicazioni per lo sviluppo dei mercati dei capitali	51
1.4 Dinamiche recenti e modelli di crescita	53
1.4.1 Italia: performance delle classi di attività post-pandemia ed effetti della politica monetaria	53
1.4.2 Francia: determinanti della crescita patrimoniale e prevalenza del settore immobiliare.....	56
1.4.3 Implicazioni per la trasmissione della politica monetaria	59
Parte 2. Analisi degli strumenti retail	60
Analisi comparata di PIR (Italia), PEA/PEA-PME (Francia), ISK (Svezia) e ISA (Regno Unito)	61
2.1 Italia: Piani Individuali di Risparmio a Lungo Termine (PIR)	62
2.1.1 Evoluzione storica.....	62
2.1.2 Quadro normativo e fiscale	62
2.1.3 Requisiti di accesso e limiti di contribuzione.....	63
2.1.4 Attività ammissibili e vincoli di investimento.....	63

2.1.5 Canali distributivi.....	63
2.1.6 Andamento del mercato e diffusione.....	63
2.2 Francia: Plan d'Épargne en Actions (PEA) e PEA-PME	65
2.2.1 Evoluzione storica.....	65
2.2.2 Quadro normativo e fiscale	65
2.2.3 Requisiti di accesso e limiti di contribuzione.....	65
2.2.4 Attività ammissibili e vincoli di investimento.....	66
2.2.5 Canali distributivi.....	66
2.2.6 Market Performance and Adoption.....	67
2.3 Svezia: Investeringssparkonto (ISK).....	68
2.3.1 Evoluzione storica.....	68
2.3.2 Quadro normativo e fiscale	68
2.3.3 Requisiti di accesso e limiti di contribuzione.....	69
2.3.4 Attività ammissibili e vincoli di investimento.....	69
2.3.5 Canali distributivi.....	69
2.3.6 Andamento del mercato e diffusione.....	70
2.4. Regno Unito: Individual Savings Account (ISA).....	71
2.4.1 Evoluzione storica.....	71
2.4.2 Quadro normativo e fiscale	71
2.4.3 Requisiti di accesso e limiti di contribuzione.....	72
2.4.4 Attività ammissibili e vincoli di investimento.....	72
2.4.5 Canali distributivi.....	72
2.4.6 Andamento del mercato e diffusione.....	73
2.5. Analisi comparata.....	74
2.5.1 Trattamento fiscale e struttura degli incentivi.....	74
2.5.2 Limiti di contribuzione e flessibilità	74
2.5.3 Attività ammissibili e restrizioni geografiche.....	75
2.5.4 Profili degli investitori e tassi di adozione	76
2.5.5 Obiettivi di policy ed efficacia	78
2.5.6 Tabella di sintesi comparativa	79
Riflessioni conclusive	80
3.1 ISK italiano: disegno e implementazione	82
3.1.1 Caratteristiche fondamentali del disegno	82
3.1.2 Metodologia di calcolo dell'imposta.....	82
3.1.3 Comparative Analysis: ISK versus Traditional Taxation	83
3.2 Conclusioni.....	84
Bibliografia	87
Fonti e riferimenti dei dati	90

Prefazione

di **Andrea Vismara**

Nell'ambito del progetto congiunto Bocconi – EQUITA di analisi e di promozione dei mercati dei capitali, la ricerca del 2025 Centro BAFFI – Università Bocconi dal titolo *“European Financial Ecosystems. Comparing France, Sweden, UK and Italy”* aveva messo in evidenza alcune caratteristiche comuni dei mercati dei capitali più virtuosi.

La presenza di investitori istituzionali domestici, le ampie agevolazioni fiscali finalizzate ad incoraggiare la partecipazione attiva del retail, il livello di cultura finanziaria che li caratterizza ed i sistemi previdenziali prevalentemente basati su fondi pensione, sono tutti elementi comuni degli ecosistemi di Svezia e Regno Unito, in cui i mercati dei capitali sono al centro delle politiche pubbliche da decenni.

Nel nostro paese, purtroppo, non abbiamo nulla di tutto questo. Un contesto finanziario bancocentrico, un sistema pensionistico a ripartizione e una propensione dei risparmiatori ad investire prevalentemente in titoli di stato e immobili o altrimenti a tenere molta liquidità sui propri conti, sono fattori che hanno storicamente rappresentato limiti allo sviluppo dei nostri mercati. La colpevole disattenzione istituzionale ha fatto il resto.

Fortunatamente negli ultimi anni abbiamo osservato un crescente interesse per il mercato dei capitali, non solo a livello europeo ma anche italiano. Ciò è anche accaduto grazie al contributo di enti come l'OCSE, la Commissione Europea e di leader come Letta e Draghi che hanno posto l'attenzione sul mercato dei capitali come una precondizione per finanziare efficacemente il nostro sviluppo.

Nel nostro paese questa attenzione ha portato ad alcune iniziative molto utili di carattere normativo, tra cui la Legge Capitali e il nuovo Testo Unico delle Finanze. Tuttavia, malgrado il risparmio degli italiani venga citato ripetutamente come la vera risorsa del nostro paese e la base su cui sviluppare i nostri mercati e finanziare la nostra crescita, nulla di sostanziale è stato fatto per fare in modo che ciò avvenga. La “canalizzazione del risparmio verso l'economia reale” per ora rimane interamente teoria. L'unica iniziativa concreta in tal senso è stata la iniziativa di CDP con il Fondo Nazionale Strategico, che tuttavia, ha visto una partecipazione degli investitori istituzionali molto timida e che di conseguenza ad oggi non ha ancora avuto un impatto significativo.

Per il resto, la politica fiscale è andata addirittura nella direzione opposta, raddoppiando la Tobin Tax e rimuovendo l'ACE, che costituiva un importante incentivo per le società a raccogliere capitale, magari anche attraverso la quotazione in borsa.

Ora è arrivato il momento di agire. Le norme sono state sistemate, Borsa e Consob hanno semplificato i processi e l'Unione Europea è intervenuta con efficacia attraverso il Listing Act. Ma le buone norme non sono sufficienti se non ci sono società quotate, investitori e intermediari. L'intervento su questi aspetti è dunque sempre più urgente.

La ricerca BAFFI/BOCCONI di quest'anno, attraverso l'analisi comparativa negli stessi paesi che erano stati oggetto di analisi nel 2025, identifica con chiarezza alcuni percorsi che

funzionano bene e che potrebbero finalmente aiutare i nostri risparmiatori ad investire meglio, finanziando al contempo anche le nostre imprese.

Sono percorsi noti da tempo, che richiedono una visione di lungo periodo e un obiettivo di politica industriale. Senza iniziative di questo tipo da parte del nostro Governo, è inutile continuare a parlare del nostro risparmio come risorsa per il paese, sono solo parole.

Le iniziative sono relativamente semplici: bisogna innanzitutto riguardare la normativa su PIR ordinari e PIR alternativi, lanciati 10 anni fa con successo e che necessitano di una rinnovata attenzione.

Per i PIR ordinari basti dire che oggi sono utilizzati dalle reti quasi esclusivamente per collocare prodotti obbligazionari, in contrasto con lo spirito con cui erano stati creati, ovvero promuovere l'investimento azionario. I PIR alternativi, invece, che spesso hanno preso la forma giuridica europea degli ELTIF, sono rimasti ancorati a una definizione degli asset investibili troppo restrittiva e anacronistica, in quanto completamente superata dalla normativa sugli ELTIF che si è svolta e modernizzata.

In secondo luogo, bisogna seguire il cammino indicato dall'Unione Europea e avviare i SIA, i Savings Investment Account, adottati con grandissimo successo in Svezia e con qualche differenza nel Regno Unito.

La ricerca *"Retail Investments in Europe – Wealth Allocation and ISA, ISK, PEA, PIR Role and Usage"*, la tredicesima pubblicata nell'ambito della partnership Bocconi-EQUITA, fornisce evidenze molto chiare e spunti interessanti, confermando che il coinvolgimento dei risparmiatori è la strada da seguire, nell'interesse di questi ultimi e del sistema economico nel suo complesso.

Queste sono le iniziative da mettere al centro della politica per la promozione dei mercati. Sono iniziative urgenti e necessarie, che non possono essere più rimandate. Senza di esse tutto il lavoro fatto fino ad ora sarà completamente vano.

Sintesi

Contesto e ambito di analisi. Il rapporto confronta la composizione della ricchezza delle famiglie e l'allocazione di portafoglio in Italia, Regno Unito, Francia e Svezia nel periodo 1998–2024, attingendo ai dati di contabilità nazionale di Istat, ONS, INSEE e Statistics Sweden (SCB). La Parte 1 analizza la ripartizione fra attività finanziarie e non finanziarie e l'allocazione interna al portafoglio finanziario; la Parte 2 valuta quattro strumenti di investimento retail a fiscalità agevolata: il PIR italiano, il PEA francese, l'ISK svedese e l'ISA britannico.

Aspetti chiave.

- Le famiglie europee detengono una **ricchezza privata considerevole**, ma una quota sproporzionatamente elevata continua a essere allocata in depositi, immobili e prodotti assicurativi anziché in attività finanziarie produttive, generando un persistente **“equity gap”** che limita sia l'accumulazione di ricchezza nel lungo periodo sia lo sviluppo dei mercati dei capitali.
- Rispetto agli Stati Uniti, le famiglie europee rimangono significativamente sottoesposte ai mercati azionari: circa il **31%** della ricchezza finanziaria è detenuto **in valuta e depositi**, contro solo il **37% in strumenti azionari**, mentre negli Stati Uniti le quote sono rispettivamente pari a circa il 14% e al 47%, evidenziando uno squilibrio strutturale nell'assunzione di rischio finanziario.
- La Savings and Investments Union della Commissione europea identifica cinque principali **ostacoli alla partecipazione retail** ai mercati finanziari: regolamentazioni frammentate, bassi livelli di alfabetizzazione finanziaria, elevata complessità operativa e fiscale, limitata disponibilità di strumenti di investimento e una forte preferenza culturale per strumenti di risparmio a basso rischio.
- L'**Italia** presenta il più marcato orientamento storico verso la ricchezza non finanziaria, con portafogli familiari tradizionalmente concentrati in immobili residenziali e depositi bancari; sebbene le **attività finanziarie siano aumentate dal 35% al 46% della ricchezza totale tra il 2011 e il 2023**, le famiglie italiane rimangono relativamente conservative e sottoesposte a investimenti orientati alla crescita.
- Il **Regno Unito** presenta la **struttura patrimoniale più equilibrata**, con una quasi parità tra attività finanziarie e non finanziarie, principalmente grazie a un sistema pensionistico maturo a tre pilastri e alle riforme di auto-enrollment che indirizzano sistematicamente il risparmio delle famiglie verso i mercati finanziari.
- La **Francia** mostra la struttura patrimoniale più stabile tra i Paesi analizzati, mantenendo una **ripartizione pressoché costante** tra attività finanziarie e non finanziarie **lungo molteplici cicli economici**, riflesso di una forte cultura della proprietà immobiliare, di un trattamento fiscale favorevole e di un'evoluzione istituzionale graduale.
- La **Svezia** presenta la **più forte cultura dell'investimento azionario in Europa**, combinando elevati e stabili livelli di partecipazione ai mercati azionari con ampie riserve di liquidità, suggerendo che i comportamenti di investimento di lungo periodo siano sostenuti non solo da incentivi fiscali, ma anche da istituzioni e norme sociali consolidate.
- L'**ISA britannico** (1999) è lo strumento più maturo e completo, con 726 miliardi di sterline di patrimonio e completa esenzione fiscale sia sui redditi sia sulle plusvalenze; con un tasso di adozione del 39% è il più diffuso fra gli strumenti esaminati, sebbene il recente spostamento verso i Cash ISA ne attenui il contributo allo sviluppo del mercato azionario.
- L'**ISK svedese** (2012) raggiunge la più elevata quota di ricchezza finanziaria delle famiglie (8%) e un tasso di adozione del 52% (la più ampia democratizzazione dell'investimento retail in Europa)

grazie a un'estrema semplicità di disegno: prelievo forfettario annuo sul valore di portafoglio, assenza di vincoli di detenzione, di tetti contributivi e di restrizioni geografiche.

- Il **PEA francese** (1992) rappresenta il regime a vocazione azionaria più consolidato, con 115 miliardi di euro di patrimonio e un'adozione del 13%; l'impatto è tuttavia limitato dalla concorrenza dell'assicurazione sulla vita e dal vincolo di detenzione quinquennale.
- Il **PIR italiano** (2017) ha invece registrato una diffusione molto contenuta, con un'adozione pari all'1,5% e una quota dello 0,5% della ricchezza finanziaria delle famiglie: un risultato che riflette la tensione tra un'agevolazione fiscale particolarmente generosa e un mandato di investimento ristretto alle PMI italiane, che riduce le possibilità di diversificazione e scoraggia i risparmiatori più avversi al rischio.
- L'evidenza comparativa suggerisce che la **flessibilità aumenti significativamente l'adozione** da parte delle famiglie, poiché la possibilità di effettuare prelievi senza restrizioni, investire in un universo ampio di strumenti e l'assenza di periodi di lock-in rispondono meglio alle diverse esigenze degli investitori.
- La **semplicità e il behavioral design** risultano almeno altrettanto importanti degli incentivi fiscali; la riduzione degli oneri amministrativi e delle frizioni decisionali genera spesso effetti più rilevanti sulla partecipazione rispetto all'aumento dei benefici fiscali.
- Gli **strumenti di investimento retail** risultano più efficaci quando vengono **progettati** principalmente **attorno ai comportamenti e ai bisogni delle famiglie** piuttosto che esclusivamente come strumenti di politica industriale; l'esperienza svedese mostra che strumenti orientati agli investitori generano successivamente benefici più ampi per i mercati dei capitali.
- Il rapporto propone un **adattamento italiano del modello ISK** attraverso un "Conto di Investimento a Tassazione Forfettaria", che sostituirebbe la tassazione tradizionale delle plusvalenze con un'imposta annuale semplificata, eliminando gli effetti di lock-in, riducendo la complessità amministrativa e favorendo una maggiore partecipazione ai mercati azionari.
- La conclusione principale è che la sola riduzione della tassazione non è sufficiente a trasformare i comportamenti di investimento retail; i sistemi di maggiore successo combinano **efficienza fiscale, semplicità, flessibilità, stabilità normativa e riduzione delle frizioni comportamentali** per generare aumenti duraturi nella partecipazione delle famiglie e nello sviluppo dei mercati dei capitali.

Considerazioni preliminari

Il patrimonio privato delle famiglie europee è di dimensioni rilevanti; una quota significativa rimane però allocata in strumenti a basso rischio e basso rendimento, come depositi bancari, immobili e prodotti assicurativi. Tale composizione, da un lato, comprime l'accumulo patrimoniale di lungo periodo delle famiglie e, dall'altro, riduce il volume di capitale privato disponibile per sostenere lo sviluppo dei mercati dei capitali, la crescita delle imprese e gli investimenti produttivi.

L'ampiezza del divario è ben documentata. Le famiglie europee detengono una considerevole ricchezza finanziaria, ma la quota allocata in azioni e attività di rischio rimane significativamente inferiore a quella di altre economie avanzate, in particolare degli Stati Uniti. Secondo i dati della Banca centrale europea, nel 2023 le famiglie europee detenevano circa il 31% delle attività finanziarie in moneta e depositi, contro appena il 14% negli Stati Uniti (Commissione europea, 2025). Invece, le posizioni azionarie (sia detenzioni dirette sia fondi azionari) rappresentavano solo il 37% dei portafogli delle famiglie europee, contro il 47% negli Stati Uniti. Come si vedrà nella Parte 1, il divario di partecipazione azionaria produce effetti rilevanti sulla crescita economica, sullo sviluppo dei mercati dei capitali e sull'accumulo del risparmio (European Commission, 2025).

L'iniziativa della Commissione europea per la Savings and Investments Union (SIU), avviata nel 2024, riconosce esplicitamente la necessità di mobilitare il risparmio delle famiglie verso gli investimenti produttivi (Commissione europea, 2025). L'iniziativa individua diverse barriere strutturali alla partecipazione retail agli investimenti: (1) la frammentazione dei quadri normativi nazionali, che ostacola gli investimenti transfrontalieri; (2) la carenza di educazione e cultura finanziaria; (3) gli elevati costi di transazione e la complessità degli adempimenti dichiarativi; (4) la limitata disponibilità di prodotti di investimento adeguati; (5) le preferenze culturali per veicoli di risparmio a basso rischio, quali depositi bancari e polizze vita (European Commission, 2025).

Il tema riveste particolare rilevanza in Italia, dove la ricchezza delle famiglie è elevata ma i portafogli finanziari rimangono conservativi, con una persistente preferenza per depositi, titoli di Stato e immobili. In questo contesto, i conti di investimento retail a fiscalità agevolata si sono progressivamente affermati come strumenti di policy per favorire il passaggio delle famiglie da un risparmio passivo all'investimento di lungo periodo.

L'esperienza dei conti di investimento retail ha una lunga storia nelle economie avanzate. Il Regno Unito ne è stato pioniere con l'introduzione dei Personal Equity Plans (PEP) nel 1987, successivamente sostituiti dal più flessibile Individual Savings Account (ISA) nel 1999 (HM Revenue & Customs, 2025). La Francia ha introdotto il Plan d'Épargne en Actions (PEA) nel 1992, esplicitamente modellato sul PEP britannico ma con restrizioni geografiche più stringenti per canalizzare gli investimenti verso le azioni europee (Banque de France, 2023). L'Investeringsparkonto (ISK) svedese ha fatto seguito nel 2012, introducendo un innovativo modello di tassazione forfettaria che ha eliminato la necessità di una rendicontazione a livello di singola transazione (Swedish Financial Supervisory Authority, 2024). Il PIR italiano, introdotto nel 2017, rappresenta l'aggiunta più recente, con la specifica finalità di indirizzare il risparmio delle famiglie verso le PMI italiane (Caselli e Zava, 2025).

Questi strumenti riflettono un'evoluzione delle priorità di policy nel tempo. Gli schemi di prima generazione (come il PEP britannico e il PEA francese) perseguivano in primo luogo la diffusione della proprietà azionaria e l'accumulo di risparmio di lungo periodo. Le versioni successive, tra cui il PEA-PME francese (2014) e il PIR italiano (2017), hanno aggiunto obiettivi espliciti di politica industriale, indirizzando il capitale delle famiglie verso le piccole e medie imprese nazionali. L'ISK svedese, al contrario, ha privilegiato la semplicità d'uso e l'efficienza amministrativa, secondo un diverso indirizzo di policy che dà priorità alla riduzione degli ostacoli pratici piuttosto che all'allocazione mirata del capitale.

I conti di investimento retail perseguono una pluralità di obiettivi di policy, fra loro non sempre allineati. Il primo riguarda il sostegno all'accumulo patrimoniale delle famiglie: innalzando i rendimenti al netto d'imposta, questi strumenti mirano a migliorare la sicurezza finanziaria di lungo periodo, in particolare a fronte dell'invecchiamento demografico e delle pressioni che gravano sui sistemi previdenziali pubblici (Fernández-López et al., 2010). Il secondo è lo sviluppo dei mercati dei capitali: una più ampia partecipazione delle famiglie accresce la liquidità, contiene la volatilità e amplia la base di investitori, contribuendo alla resilienza e all'efficienza del sistema (Panetta, 2006). Un terzo obiettivo, perseguito in modo esplicito da alcuni schemi, consiste nell'indirizzare il capitale delle famiglie verso le imprese di minori dimensioni, tipicamente più esposte ai vincoli di accesso al credito bancario (in particolare il PEA-PME francese e il PIR italiano), sostenendo così il finanziamento delle PMI e delle imprese ad alta crescita (Cicchello et al., 2019). Infine, rendendo l'investimento azionario più accessibile ed efficiente sotto il profilo fiscale, questi conti contribuiscono a normalizzare la partecipazione al mercato dei capitali e a rafforzare la cultura finanziaria; in questa prospettiva, anche il confronto fra pari e la diffusione di informazione possono favorire l'incremento dei versamenti a fini di risparmio (Beshears et al., 2015).

Resta tuttavia incerto quanto i conti di investimento retail siano effettivamente efficaci nel conseguire gli obiettivi previsti. L'evidenza empirica proveniente da Stati Uniti, Regno Unito e Danimarca indica che essi tendono a produrre semplici riallocazioni del risparmio preesistente, anziché risparmio aggiuntivo, e che i benefici si concentrano in misura sproporzionata sulle famiglie più abbienti (Attanasio et al., 2004; Chetty, 2014). Per questo motivo, nella definizione delle politiche è importante affiancare all'incentivo fiscale caratteristiche di disegno capaci di favorire un'adozione su ampia base.

È in questo quadro che il presente rapporto confronta la struttura e l'efficacia di quattro strumenti europei di investimento retail: il PIR italiano, il PEA francese, l'ISK svedese e l'ISA britannico. L'obiettivo non è solo valutare il loro trattamento fiscale, ma anche comprendere come caratteristiche di disegno quali semplicità, flessibilità, vincoli di investimento, limiti contributivi e requisiti di periodo di detenzione influenzino l'adozione da parte delle famiglie.

In questa prospettiva, il rapporto esamina quattro grandi economie europee, rappresentative di altrettanti modelli istituzionali: l'Italia (area mediterranea, sistema previdenziale a ripartizione predominante, bassa partecipazione azionaria); il Regno Unito (modello anglosassone, sistema pensionistico multipilastro, mercati dei capitali profondi); la Francia (Europa continentale, elevato tasso di risparmio e ricca articolazione dei prodotti finanziari retail); e la Svezia (modello nordico, welfare universale, previdenza obbligatoria a capitalizzazione e cultura azionaria particolarmente sviluppata). L'analisi copre il periodo 1998–2024 e si articola in due parti: composizione aggregata della ricchezza e allocazione interna del portafoglio (Parte 1); valutazione comparata di quattro strumenti di investimento retail a fiscalità agevolata (Parte 2).

All'interno del portafoglio finanziario, l'eterogeneità tra i quattro Paesi è altrettanto marcata. I depositi rimangono lo strumento prevalente in Italia e in Francia, per effetto dell'avversione al rischio delle famiglie, di una cultura finanziaria ancora limitata e della tradizionale disponibilità di prodotti di risparmio postale a rendimento elevato. Lo spostamento di portafoglio osservato in Italia nel 2023 a favore dei titoli di Stato rappresenta una deviazione parziale ma significativa rispetto a questo modello, riconducibile più ai differenziali di rendimento che a un mutamento strutturale delle preferenze (Cocco et al., 2005; Guiso et al., 2008).

Nel Regno Unito e in Svezia, polizze e prodotti pensionistici rappresentano la quota maggiore delle attività finanziarie, coerentemente con la rilevanza dei sistemi previdenziali a capitalizzazione in entrambi i Paesi. Le posizioni azionarie (sia dirette sia tramite fondi) sono sostanzialmente più elevate

in Svezia e nel Regno Unito che in Italia e Francia, riflesso di differenze nella cultura azionaria, nel disegno del sistema pensionistico e nella disponibilità di veicoli di investimento a fiscalità agevolata.

L'architettura del sistema pensionistico emerge come determinante istituzionale trasversale ai diversi Paesi. Le giurisdizioni con generosi schemi pubblici a ripartizione (Italia, Francia) mostrano un minore accumulo di ricchezza pensionistica privata e una correlativa concentrazione su depositi e immobili. Quelle con sistemi a contribuzione definita prevalentemente privati (Regno Unito, Svezia) registrano un accumulo più consistente di ricchezza finanziaria nelle riserve pensionistiche, con effetti di trasmissione sulla cultura del mercato dei capitali e sull'esposizione al rischio azionario. Tale evidenza è coerente con la letteratura sul ruolo dell'assetto pensionistico nel modellare i portafogli (Guiso, Haliassos e Jappelli, 2003; Giannetti e Laeven, 2009; Gomes e Michaelides, 2005).

La Parte 2 sviluppa un'analisi comparata dei quattro principali conti di investimento retail attualmente operativi in Europa: il PIR italiano, il PEA e il PEA-PME francesi, l'ISK svedese e l'ISA britannico. Per ciascuno strumento vengono esaminati l'evoluzione storica, il quadro regolamentare e fiscale, i requisiti di accesso, i limiti di contribuzione, le attività ammissibili, i canali distributivi e, infine, l'andamento di mercato e i livelli di diffusione.

I quattro strumenti rappresentano risposte differenti a un insieme comune di scelte progettuali. Sul piano del regime fiscale, l'ISA è l'unico a prevedere un'esenzione piena e incondizionata; l'ISK applica un'imposta forfettaria annua sul valore del portafoglio; il PEA subordina l'esenzione a una detenzione quinquennale, con contributi sociali residui; il PIR, pur offrendo l'aliquota agevolata più generosa, condiziona anch'esso il beneficio a un vincolo di detenzione di cinque anni. Quanto ai limiti contributivi, l'ISK non ne prevede alcuno, l'ISA fissa soltanto un tetto annuo (senza limite complessivo), il PEA impone un tetto complessivo di 150.000 euro (225.000 con il PEA-PME) e il PIR risulta il più restrittivo (40.000 euro annui e 200.000 complessivi per la versione tradizionale). Quanto alle restrizioni geografiche, ISK e ISA non ne prevedono, mentre il PEA richiede un'esposizione minima del 75% a titoli UE/SEE e il PIR vincola almeno il 70% del portafoglio a imprese italiane o con sede in Italia.

Dal confronto emerge una chiara gerarchia di efficacia. L'ISK svedese rappresenta il modello di riferimento per la democratizzazione dell'investimento retail, con un'adozione del 52,3% e una quota del 7,8% della ricchezza finanziaria delle famiglie, frutto della combinazione tra semplicità (tassazione forfettaria), flessibilità (contribuzioni illimitate, assenza di vincoli di detenzione) e ampia ammissibilità degli strumenti (nessuna restrizione geografica). L'ISA britannico registra l'adozione più elevata (39,2%) e un patrimonio cumulato di rilievo (726 miliardi di sterline), benché il suo contributo allo sviluppo del mercato azionario sia limitato dallo spostamento dei sottoscrittori verso i Cash ISA. Il PEA francese si colloca in posizione intermedia, con 115 miliardi di euro di patrimonio e un'adozione del 13,4%, limitato dalla concorrenza dell'assicurazione sulla vita e dalle restrizioni geografiche. Il PIR italiano, infine, ha conseguito una diffusione molto contenuta (1,5% di adozione e 0,5% della ricchezza finanziaria) un risultato che riflette la difficoltà di coniugare un'agevolazione fiscale generosa con mandati di allocazione restrittivi, in un contesto di cultura azionaria poco sviluppata.

Dall'analisi comparata emergono diverse lezioni cardine:

- **La flessibilità favorisce la partecipazione:** versamenti illimitati (ISK), assenza di vincoli di detenzione (ISK, ISA) e ampia ammissibilità degli strumenti finanziari (ISK, ISA) sostengono tassi di adozione sensibilmente superiori rispetto agli strumenti con periodi obbligatori di detenzione (PIR, PEA) e mandati di investimento restrittivi (PIR, PEA-PME).
- **La semplicità conta almeno quanto la fiscalità:** il prelievo forfettario dell'ISK e l'assenza di vincoli di detenzione dell'ISA riducono i costi di adempimento e gli ostacoli pratici, consentendo

un'adozione di massa. Al contrario, le complesse regole di allocazione del PIR e gli obblighi dichiarativi del PEA innalzano significativamente i costi di partecipazione.

- **Strumenti orientati all'investitore, non solo ai mercati dei capitali:** il successo dell'ISK svedese riflette decenni di politiche di promozione della proprietà azionaria, di educazione finanziaria e di partecipazione obbligatoria al sistema della Premium Pension. Tali fattori complementari hanno generato una diffusa cultura azionaria sulla quale lo strumento ha potuto innestarsi con efficacia.
- **La stabilità di policy nel lungo periodo è essenziale:** i trent'anni di esperienza del PEA e i venticinque dell'ISA dimostrano che la costruzione di uno strumento di successo richiede un orizzonte temporale prolungato e un quadro normativo prevedibile. Modifiche frequenti o riaperture del dibattito politico minano la fiducia degli investitori e ostacolano l'adozione di massa.

Si propone pertanto uno strumento alternativo di investimento retail in grado di favorire in misura significativa l'investimento azionario in Italia e di concorrere a correggere tali squilibri strutturali. L'**ISK italiano (Conto di Investimento a Tassazione Forfettaria)** adatta il modello svedese dell'Investeringssparkonto sostituendo la tassazione delle plusvalenze al momento del realizzo con un'imposta presuntiva annua sul valore complessivo del portafoglio, calcolata come $(\text{tasso di riferimento BCE} + 1\%) \times 30\%$, pari a circa l'1,2% nelle attuali condizioni di tasso. Questa impostazione elimina l'effetto di immobilizzo fiscale tipico dei regimi convenzionali sulle plusvalenze, semplifica gli adempimenti e incentiva il riequilibrio attivo del portafoglio. Lo strumento sarebbe geograficamente vincolato ad attività finanziarie dello Spazio Economico Europeo (SEE), in coerenza con gli obiettivi della Savings and Investments Union della Commissione europea, in modo che la mobilitazione del risparmio delle famiglie italiane sia indirizzata verso i mercati azionari europei e non dispersa in veicoli extra-SEE.

Per le istituzioni che intendano rafforzare la partecipazione retail ai mercati dei capitali, il modello ISK rappresenta il riferimento più convincente. La tassazione forfettaria, l'assenza di vincoli di detenzione e l'ampia ammissibilità degli strumenti finanziari si combinano in un disegno che si è dimostrato efficace nel democratizzare l'investimento e sviluppare i mercati dei capitali. L'adattamento del modello a contesti nazionali specifici, tenuto conto delle differenze di cultura finanziaria, struttura di mercato e capacità amministrativa, può richiedere calibrature, ma i principi cardine, semplicità, flessibilità e generosa esenzione fiscale, sono trasferibili.

Il modello ISK non è tuttavia privo di criticità. I dibattiti politici sulla generosità del prelievo forfettario e le preoccupazioni relative agli effetti distributivi hanno condotto a riforme, fra cui l'introduzione di una soglia di esenzione. Le istituzioni devono bilanciare gli obiettivi di promuovere l'investimento, garantire un adeguato gettito fiscale e rispondere alle istanze di equità.

L'analisi è articolata in tre parti. La prima sezione esamina la composizione della ricchezza delle famiglie e l'allocazione di portafoglio in Italia, Regno Unito, Francia e Svezia nel periodo 1998–2024, evidenziando l'eterogeneità tra i Paesi nelle quote di attività finanziarie, immobiliari, azionarie e di deposito, nonché l'evoluzione sottostante dei sistemi pensionistici, dei mercati immobiliari e delle scelte allocative. La seconda parte propone un'analisi comparata dettagliata dei quattro strumenti retail considerati (PIR, PEA, ISK e ISA), illustrando per ciascuno l'evoluzione storica, il quadro regolamentare e fiscale, i requisiti di accesso, i limiti contributivi, le attività ammissibili, i canali distributivi e l'andamento del mercato. La terza parte sviluppa raccomandazioni di policy specifiche per l'Italia, articolando la proposta di un Conto di Investimento a Tassazione Forfettaria (ISK italiano) ispirato al modello svedese e calibrato sulle specificità istituzionali e di mercato del nostro Paese.

L'analisi comparata sviluppata in questo capitolo evidenzia un'intuizione fondamentale: **ridurre il prelievo fiscale, pur necessario, non è di per sé sufficiente a generare una diffusione capillare dei conti**

di investimento retail. Semplicità, flessibilità e riduzione degli ostacoli pratici sono altrettanto importanti dell'entità del beneficio fiscale. L'ISK svedese dimostra che uno strumento progettato attorno ai comportamenti effettivi delle famiglie, e non attorno a obiettivi di politica industriale, può produrre risultati di rilievo in termini di partecipazione al mercato azionario e di sviluppo dei mercati dei capitali. Nel momento in cui le istituzioni europee si confrontano con il divario tra risparmio e investimento, l'ISK offre il modello più convincente per una nuova generazione di strumenti di investimento retail.

Part 1.

Composizione
complessiva della
ricchezza

1.1 Composizione complessiva della ricchezza: attività finanziarie e non finanziarie

La ripartizione di fondo fra attività finanziarie e non finanziarie nei bilanci delle famiglie ha implicazioni profonde per la flessibilità finanziaria, l'esposizione al rischio e la stabilità economica. Le attività non finanziarie, in prevalenza immobili residenziali, offrono servizi abitativi, potenziale apprezzamento e sicurezza psicologica, ma restano illiquide, indivisibili e geograficamente concentrate. Le attività finanziarie offrono liquidità, divisibilità, potenziale di diversificazione e maggiore facilità di ribilanciamento, ma espongono le famiglie alla volatilità di mercato e richiedono una maggiore sofisticazione finanziaria per essere gestite efficacemente (Cocco, 2005; Cocco et al., 2005).

1.1.1 Italia: graduale riequilibrio verso le attività finanziarie

La ricchezza delle famiglie italiane presenta una marcata concentrazione strutturale sulle attività non finanziarie, in prevalenza immobili residenziali, riflesso di radicate preferenze culturali per la proprietà immobiliare, di un trattamento fiscale favorevole alla prima abitazione e di uno storico scetticismo verso i mercati finanziari a seguito di molteplici crisi bancarie (Guiso et al., 2003; Pelizzon e Weber, 2008). Come illustrato nella Figura 1 riportata di seguito, le attività non finanziarie hanno rappresentato in modo costante fra il 54% e il 65% della ricchezza totale delle famiglie nel periodo 2005–2023, con una significativa variazione ciclica indotta sia da effetti di valutazione di mercato sia da una riallocazione attiva di portafoglio.

Figura 1: Italia – Composizione della ricchezza delle famiglie: attività finanziarie e non finanziarie (2005–2023)

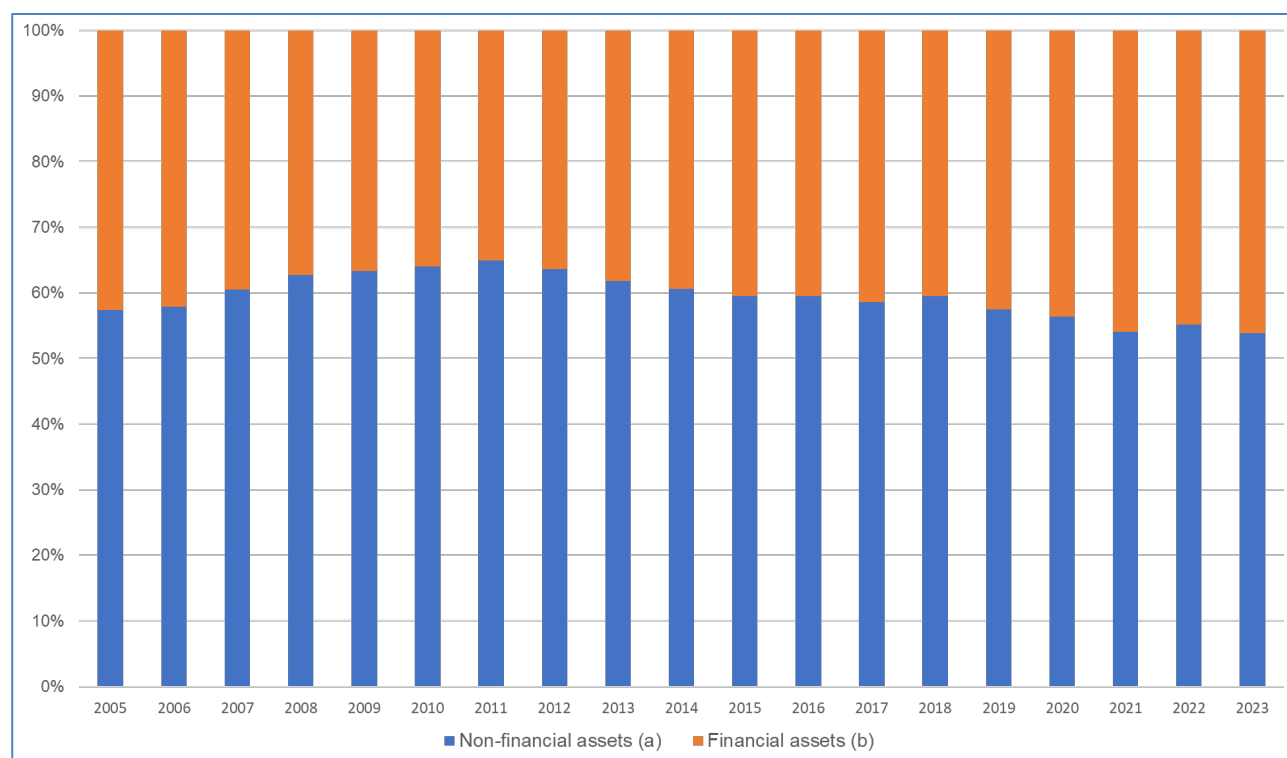


Figura 1 – Elaborazioni degli autori su dati Istat e Banca d'Italia - Composizione della ricchezza in Italia

Il picco indotto dalla crisi e il successivo riequilibrio. La quota delle attività non finanziarie ha raggiunto il picco del 65,0% nel 2011, durante la fase acuta della crisi del debito sovrano europeo, riflesso di una confluente di fattori. In primo luogo, i mercati azionari italiani e i portafogli obbligazionari hanno subito severe perdite di valutazione al divaricarsi degli spread sovrani e con il crollo dei titoli bancari, in un contesto di preoccupazioni per l'esposizione al debito periferico europeo. In secondo luogo, le famiglie si sono spostate attivamente verso la sicurezza percepita, riducendo le posizioni in attività finanziarie

e mantenendo o accrescendo gli investimenti immobiliari nonostante la debolezza dei mercati immobiliari. In terzo luogo, l'effetto denominatore ha amplificato lo spostamento: al ridursi del valore delle attività finanziarie, la quota non finanziaria è meccanicamente aumentata anche in assenza di una riallocazione attiva.

Il picco del 2011 rivela vulnerabilità di fondo nei bilanci delle famiglie italiane. La concentrazione patrimoniale nell'immobiliare residenziale ha esposto le famiglie a rischio idiosincratico significativo, in particolare nelle aree con flessione dei valori durante la crisi. L'illiquidità ha limitato la capacità di rispondere a shock di reddito o cogliere opportunità di investimento. L'assenza di diversificazione internazionale ha amplificato l'esposizione ai rischi macroeconomici domestici (Campbell et al., 2007).

La graduale ripresa e i suoi fattori. Successivamente, la quota non finanziaria è scesa gradualmente al 53,8% entro il 2023, con un riequilibrio dell'11,2% in dodici anni. Tale transizione, pur lenta, costituisce un'importante evoluzione strutturale, sostenuta da fattori concomitanti.

Effetti di apprezzamento di mercato. La robusta performance dei mercati azionari globali negli anni Dieci, in particolare il rally post-2016 e lo straordinario rimbalzo del 2020–2021, ha incrementato le valutazioni delle attività finanziarie più rapidamente dell'apprezzamento immobiliare. Le azioni italiane, pur volatili, hanno partecipato al bull market azionario globale, e le posizioni in fondi comuni delle famiglie italiane hanno beneficiato della diversificazione internazionale.

Riallocazione attiva di portafoglio. Al di là degli effetti passivi di valutazione, le famiglie italiane hanno attivamente accresciuto le allocazioni in attività finanziarie, in particolare dopo il 2019. I dati mostrano flussi netti positivi nei fondi comuni azionari, accresciuti acquisti diretti di azioni e, in modo particolarmente marcato, un'impennata nei titoli di debito al normalizzarsi dei tassi di interesse nel 2022–2023. Tale riallocazione attiva suggerisce cambiamenti nelle percezioni del rischio, una migliorata cultura finanziaria e possibili spostamenti generazionali, in quanto le coorti più giovani e finanziariamente più sofisticate accumulano ricchezza.

Fattori istituzionali e di policy. La politica monetaria accomodante della BCE negli anni Dieci ha compresso i rendimenti dei veicoli tradizionali, spingendo le famiglie verso alternative. Le riforme pensionistiche hanno gradualmente accresciuto la rilevanza dei fondi pensione complementari, mentre l'introduzione dei PIR nel 2017 ha aggiunto uno strumento di canalizzazione del risparmio retail verso strumenti azionari domestici. La concorrenza di broker online e roboadvisor ha inoltre ridotto i costi di accesso ai mercati.

Dinamiche demografiche e generazionali. Le famiglie italiane più giovani, in fase di accumulo patrimoniale, mostrano preferenze diverse rispetto alle generazioni precedenti. Cresciute con servizi finanziari digitali, piattaforme di trading online e maggiore esposizione alle opportunità di investimento globali, esibiscono una maggiore propensione all'investimento azionario e un minore attaccamento alla tradizionale concentrazione immobiliare (von Gaudecker, 2015; Lusardi et al., 2017).

La traiettoria delle attività finanziarie. La quota di attività finanziarie ha seguito una traiettoria inversa, scendendo al minimo del 35,0% nel 2011 e risalendo al 46,2% entro il 2023. L'incremento di 11,2 punti percentuali in dodici anni rappresenta una trasformazione di portafoglio sostanziale. Per dare contezza dell'ordine di grandezza: per una famiglia con 500.000 euro di patrimonio complessivo, uno spostamento dell'11,2% equivale a 56.000 euro che transitano dall'immobiliare alle attività finanziarie, con implicazioni profonde per liquidità, esposizione al rischio e potenziale di rendimento.

L'accelerazione post-2020 nell'accumulo di attività finanziarie coincide con i modelli di risparmio pandemico (risparmio forzato per le restrizioni ai consumi, risparmio precauzionale di fronte all'incertezza) e con la robusta performance dei mercati azionari durante la fase di ripresa. Le famiglie

italiane hanno accumulato significativi risparmi in eccesso nel 2020–2021, e i dati suggeriscono che una parte consistente è confluita in attività finanziarie anziché nell'immobiliare o nei consumi.

Perché il riequilibrio è rilevante. Il graduale spostamento verso le attività finanziarie comporta molteplici implicazioni:

Maggiore flessibilità finanziaria. Quote più elevate di attività finanziarie migliorano la capacità delle famiglie di rispondere a shock di reddito, smussare i consumi nelle fasi di flessione economica e adeguare i portafogli al mutare delle circostanze. Le attività finanziarie liquide possono essere smobilizzate durante la disoccupazione o le emergenze sanitarie senza i costi di transazione e i tempi delle vendite immobiliari.

Migliore diversificazione. Le attività finanziarie, in particolare i fondi azionari con esposizione internazionale, offrono diversificazione geografica e settoriale che gli immobili non possono eguagliare. Tale diversificazione riduce il rischio idiosincratico e migliora i rendimenti corretti per il rischio negli orizzonti di lungo periodo.

Maggiore esposizione alla volatilità di mercato. Il rovescio della medaglia della diversificazione è una maggiore sensibilità alle oscillazioni dei mercati finanziari. Il calo dei mercati azionari del 2022, indotto da timori inflazionistici e dall'inasprimento monetario, ha inciso direttamente sulla ricchezza delle famiglie italiane attraverso le valutazioni delle attività finanziarie, un canale di trasmissione che era più debole quando l'immobiliare prevaleva nei portafogli.

Implicazioni per la trasmissione della politica monetaria. Al crescere delle attività finanziarie rispetto al settore immobiliare, la politica monetaria incide sulla ricchezza delle famiglie attraverso canali aggiuntivi. Le variazioni dei tassi di interesse incidono sulle valutazioni obbligazionarie, sui premi al rischio azionari e sull'attrattiva relativa delle diverse classi di attività, generando meccanismi di trasmissione più complessi e potenzialmente più potenti rispetto a quando la ricchezza era concentrata in immobili con mutui a tasso fisso.

Sviluppo dei mercati dei capitali. L'incremento dell'allocazione finanziaria delle famiglie sostiene mercati dei capitali italiani più profondi e liquidi. Una più ampia partecipazione retail fornisce capitale stabile di lungo periodo alle imprese italiane, riduce la dipendenza dal finanziamento bancario e migliora l'efficienza del mercato attraverso un più ampio price discovery.

1.1.2 Regno Unito: struttura patrimoniale equilibrata con prevalenza pensionistica

Il Regno Unito presenta una composizione patrimoniale più equilibrata rispetto all'Italia, sebbene le attività non finanziarie restino prevalenti, riflesso dello status del Paese quale centro finanziario di rilievo, del suo sistema pensionistico sviluppato e dell'ampio ricorso a strumenti di risparmio a fiscalità agevolata. La **Figura 2** evidenzia come, nel periodo 2017–2024, le attività non finanziarie abbiano rappresentato circa il 43–50% della ricchezza totale delle famiglie, sensibilmente al di sotto dell'intervallo italiano del 54–65% e quasi in parità tra ricchezza immobiliare e finanziaria.

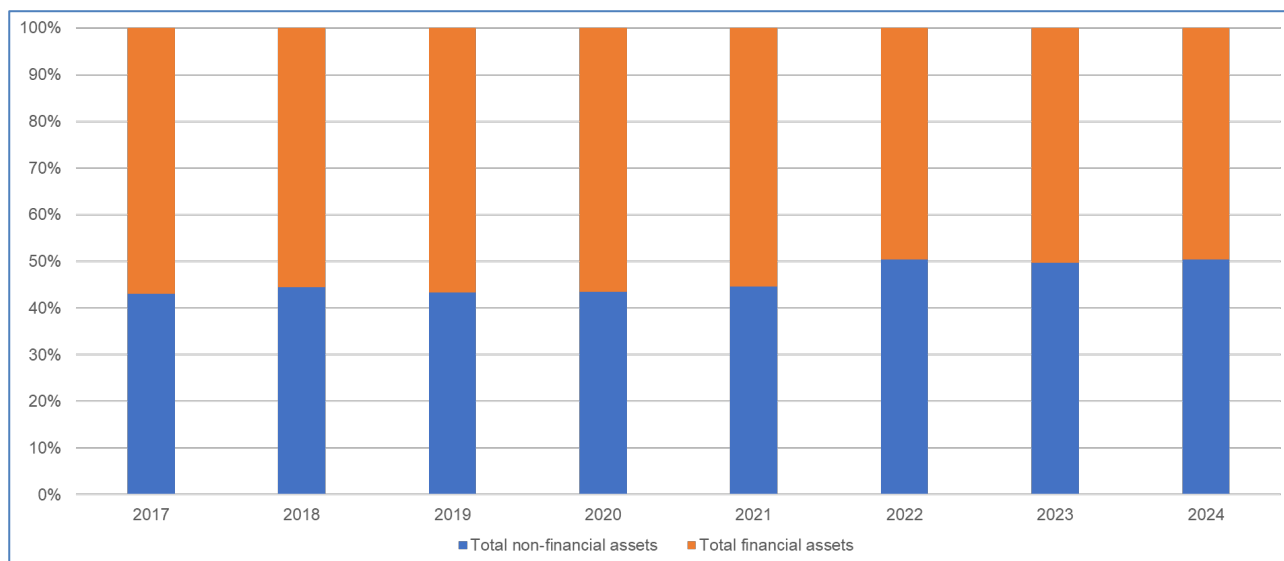
Figura 2: Regno Unito – Composizione della ricchezza delle famiglie: attività finanziarie e non finanziarie (2005–2023)

Figura 2 – Elaborazioni degli autori su dati ONS - Composizione della ricchezza nel Regno Unito

Il ciclo del mercato immobiliare e il suo impatto. I dati mostrano un sensibile incremento della quota non finanziaria dal 43% nel 2017 a circa il 50% nel 2022, riflesso del robusto apprezzamento immobiliare nel periodo. I prezzi delle abitazioni nel Regno Unito sono cresciuti di circa il 25–30% fra il 2017 e il 2022, con punte particolarmente accentuate nel boom post-pandemico 2020–2021.

Diversi fattori hanno alimentato la forza del mercato immobiliare:

Politica monetaria accomodante. La Bank of England ha mantenuto tassi prossimi allo zero dal 2009 al 2021, accompagnandoli con programmi di quantitative easing che hanno compresso i tassi sui mutui e amplificato l'effetto leva nei bilanci delle famiglie, sostenendo i valori immobiliari.

Preferenze abitative indotte dalla pandemia. La pandemia di COVID-19 ha innescato significativi spostamenti nelle preferenze abitative, con le famiglie alla ricerca di immobili più ampi, spazio all'aperto e localizzazioni al di fuori dei costosi centri urbani. La "corsa allo spazio" ha spinto un apprezzamento dei prezzi particolarmente robusto nelle aree suburbane e rurali nel 2020–2021.

Vincoli di offerta. Il restrittivo sistema di pianificazione urbanistica del Regno Unito, la limitata nuova edificazione e i vincoli geografici (in particolare nel sud-est dell'Inghilterra) hanno comportato un'offerta strutturalmente rigida, traducendo l'accresciuta domanda in pressioni significative sui prezzi anziché in espansione delle quantità.

Programmi di sostegno pubblico. Strumenti come Help to Buy hanno offerto finanziamenti agevolati agli acquirenti della prima casa, sostenendo la domanda nei segmenti di prezzo più bassi e contribuendo all'apprezzamento del settore residenziale.

La successiva moderazione al 49,6% nel 2023 riflette l'impatto della normalizzazione della politica monetaria. Con il rialzo dei tassi della Bank of England dallo 0,1% di fine 2021 al 5,25% di metà 2023 (il ciclo di inasprimento più rapido degli ultimi decenni), i tassi sui mutui sono saliti rapidamente, l'accessibilità abitativa è peggiorata e l'apprezzamento dei prezzi si è arrestato o invertito in numerosi mercati. Tale raffreddamento ha ridotto la quota delle attività non finanziarie sia tramite effetti di valutazione sia, potenzialmente, tramite minori investimenti netti in immobili.

La struttura delle attività finanziarie. Le attività finanziarie hanno corrispondentemente rappresentato il 50–57% della ricchezza totale, con una quota in calo dal 57% del 2017 al 50% del 2024. La quota di attività finanziarie relativamente più elevata del Regno Unito rispetto all'Italia riflette diversi fattori strutturali:

L'architettura del sistema pensionistico. Il sistema britannico, articolato su tre pilastri, comprende la pensione di Stato (prestazione pubblica di base), i fondi pensione aziendali (a contribuzione definita o, in misura sempre più residuale, a prestazione definita) e le pensioni individuali (Self-Invested Personal Pensions e altri prodotti). L'architettura ha determinato decenni di accumulo di ricchezza pensionistica privata e una correlativa concentrazione delle attività finanziarie nei portafogli previdenziali (Daminato, Filippini e Haufler, 2024; Giannetti e Laeven, 2009).

Il successo dell'adesione automatica. L'introduzione nel 2012 dell'adesione automatica ai fondi pensione aziendali ha ampliato sensibilmente la partecipazione, in particolare fra giovani e lavoratori a basso reddito. La partecipazione ai fondi pensione aziendali è passata dal 47% nel 2012 a oltre il 79% nel 2022, accumulando ingenti riserve di attività finanziarie (Daminato, Filippini e Haufler, 2024).

Utilizzo degli ISA: gli Individual Savings Account, che offrono esenzione fiscale sia sui redditi sia sulle plusvalenze, sono divenuti un cardine della strategia di risparmio delle famiglie britanniche. Con limiti annui di sottoscrizione di 20.000 sterline (al 2024), gli ISA consentono un sostanziale accumulo a fiscalità agevolata nel tempo, sostenendo la crescita delle attività finanziarie (von Gaudecker, 2015).

Profondità del settore finanziario. In quanto principale centro finanziario globale, il Regno Unito beneficia di un'infrastruttura sofisticata di servizi finanziari, di un'ampia gamma di prodotti competitivi e di una concorrenza di mercato pervasiva. La presenza di banche, società di gestione del risparmio, broker, piattaforme di investimento, consulenti indipendenti e fintech ha sostenuto l'accumulo di attività finanziarie.

Perché la struttura equilibrata è rilevante. La quasi parità tra attività finanziarie e non finanziarie crea dinamiche distintive:

Doppia esposizione ai cicli di mercato. Le famiglie britanniche risultano significativamente esposte sia alle fluttuazioni del mercato immobiliare sia a quelle dei mercati finanziari. L'esperienza del 2022, con la flessione contemporanea dei mercati azionari e il raffreddamento dei mercati immobiliari, ha creato effetti ricchezza negativi attraverso molteplici canali simultaneamente, amplificando potenzialmente gli impatti sui consumi.

Vulnerabilità del sistema pensionistico. L'elevata concentrazione patrimoniale nei piani a contribuzione definita crea rischi per la sicurezza pensionistica, in quanto i singoli sopportano direttamente il rischio di investimento. Andamenti di mercato sfavorevoli in prossimità del pensionamento possono ridurre significativamente le prestazioni, e la sostenibilità di lungo periodo dipende dall'adeguatezza dei tassi di contribuzione e delle performance di investimento (Cocco, 2005; Gomes e Michaelides, 2005).

Complessità della trasmissione monetaria. La struttura patrimoniale bilanciata genera molteplici canali di trasmissione potenzialmente compensativi. La politica monetaria incide simultaneamente sui valori immobiliari (attraverso i tassi sui mutui), sulle attività finanziarie (attraverso le valutazioni di azioni e obbligazioni) e sui rendimenti dei depositi, con effetti netti sulla ricchezza delle famiglie talora ambigui e dipendenti dalla composizione specifica del portafoglio.

Implicazioni intergenerazionali. L'elevata concentrazione di ricchezza immobiliare presso le famiglie più anziane, unita alla difficoltà delle generazioni più giovani ad accedere alla proprietà della casa, alimenta un dibattito sempre più acceso sulla mobilità sociale e sulla disuguaglianza tra coorti generazionali, con implicazioni di rilievo per la coesione sociale e la sostenibilità del modello britannico.

1.1.3 Francia: notevole stabilità attraverso cicli economici differenti

La Francia esibisce la composizione patrimoniale più stabile fra i quattro Paesi esaminati, con una ripartizione fra attività non finanziarie e finanziarie che rimane sostanzialmente costante nell'arco di quasi un quarto di secolo. Come illustrato dalla **Figura 3**, le attività non finanziarie hanno rappresentato in modo costante circa il 50–65% della ricchezza totale delle famiglie nel periodo 1998–2022, mentre le attività finanziarie hanno pesato per il 35–38%.

Figura 3: Francia – Composizione della ricchezza delle famiglie: attività finanziarie e non finanziarie (2005–2023)

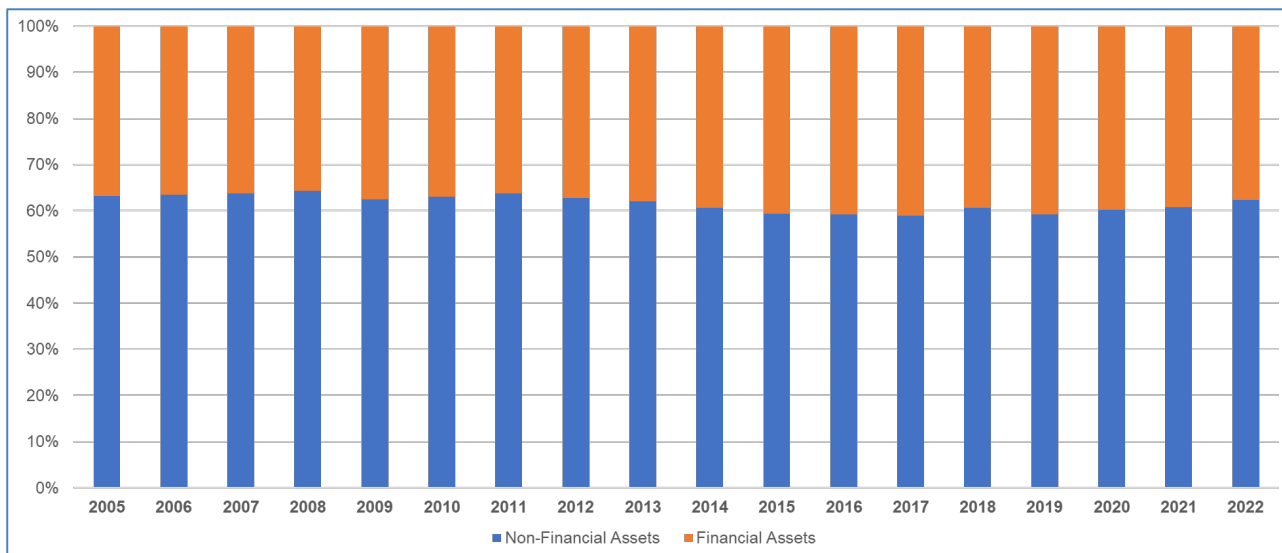


Figura 3 – Elaborazioni degli autori su dati INSEE - Composizione della ricchezza in Francia

Interpretare la stabilità. Questa straordinaria stabilità, mantenutasi attraverso la bolla dot-com, la crisi finanziaria del 2008, la crisi del debito sovrano europeo e la pandemia di COVID-19, segnala preferenze profondamente radicate delle famiglie e un equilibrio maturo fra investimento immobiliare e partecipazione ai mercati finanziari. Diversi fattori spiegano questo andamento:

Radicamento culturale della proprietà immobiliare. Le famiglie francesi esprimono una forte preferenza per la proprietà della casa, segnatamente della prima abitazione, percepita al tempo stesso come strumento d'investimento e come elemento di identità familiare. Il tasso di proprietà si colloca stabilmente al di sopra del 60% e una quota significativa di famiglie detiene anche un secondo immobile. Tale orientamento è sostenuto da decenni di politiche di promozione della proprietà, da regimi fiscali dedicati e da una rete capillare di prodotti di risparmio finalizzati all'acquisto della casa.

Trattamento fiscale favorevole. La politica fiscale francese privilegia in misura significativa la proprietà della prima abitazione. Il reddito figurativo (valore locativo teorico dell'immobile occupato dal proprietario) non è soggetto a imposizione, gli interessi sui mutui erano storicamente deducibili (sebbene tale agevolazione sia stata progressivamente eliminata), e le plusvalenze sulla prima casa sono esenti da tassazione. Tali disposizioni creano potenti incentivi alla concentrazione immobiliare (Guiso, Haliassos e Jappelli, 2003).

Settore dei servizi finanziari sofisticato. Nonostante la concentrazione immobiliare, la Francia mantiene un settore dei servizi finanziari evoluto, con una vasta gamma di prodotti specializzati: assicurazione sulla vita, libretti regolamentati, piani di risparmio immobiliare (PEL/CEL), PEA, PERCO e altri veicoli previdenziali. Tale offerta diversificata sostiene l'accumulo finanziario pur in presenza di una pronunciata preferenza per l'immobile.

Stabilità istituzionale. Le istituzioni finanziarie francesi, il quadro regolamentare e i prodotti di risparmio si sono evoluti in modo graduale, evitando le rotture che hanno caratterizzato altri Paesi. Questa stabilità di sistema favorisce comportamenti di portafoglio prevedibili e disincentiva movimenti bruschi di riallocazione, anche a fronte di significative perturbazioni macroeconomiche.

Impostazione bilanciata delle politiche pubbliche. Le politiche francesi promuovono in parallelo la proprietà immobiliare (attraverso prodotti di épargne logement, politiche di edilizia sociale e incentivi fiscali dedicati) e l'accumulo di attività finanziarie, mediante l'assicurazione sulla vita, i libretti regolamentati, il PEA e i prodotti di previdenza complementare. Tale equilibrio contribuisce a preservare la stabilità della composizione di portafoglio nel tempo.

Le implicazioni della stabilità. La straordinaria consistenza della composizione patrimoniale francese comporta diverse implicazioni:

Prevedibilità per il disegno di policy. La stabilità consente di calibrare gli interventi con maggiore fiducia circa le risposte delle famiglie. A differenza di altri Paesi, in cui i comportamenti possono mutare significativamente, in Francia gli interventi operano in un contesto di preferenze relativamente stabili, agevolando la calibrazione degli incentivi.

Resilienza nelle crisi. Il fatto che la composizione patrimoniale sia rimasta stabile attraverso molteplici crisi severe suggerisce che le famiglie francesi mantengono orientamenti di investimento di lungo periodo e non reagiscono in modo eccessivamente pro-ciclico agli shock di mercato. Tale resilienza riduce la volatilità sistemica e sostiene la stabilità finanziaria nelle fasi di stress.

Potenziale rigidità. Il rovescio della stabilità è la potenziale rigidità. Se le condizioni economiche o gli obiettivi di policy mutano in modo sostanziale, i modelli radicati potrebbero adattarsi solo con lentezza, riducendo l'efficacia degli interventi volti a indurre cambiamenti significativi nelle scelte di portafoglio delle famiglie. La transizione verso un'allocazione maggiormente orientata alle attività finanziarie, ad esempio, potrebbe richiedere periodi prolungati anche di fronte a incentivi consistenti.

Trasmissione intergenerazionale. La stabilità decennale rivela una marcata trasmissione intergenerazionale di preferenze e strategie patrimoniali. I figli osservano i comportamenti dei genitori, ne ereditano norme e prassi, e replicano modelli analoghi, generando una persistenza istituzionale di lungo termine.

Dinamiche recenti all'interno di un quadro stabile:

Implicazioni per la profondità del mercato dei capitali. Pur a fronte di un volume aggregato di risparmio delle famiglie significativo, la sua canalizzazione attraverso l'assicurazione sulla vita e i libretti regolamentati ne contiene l'esposizione diretta ai mercati azionari domestici. La conseguenza è un contributo del risparmio retail allo sviluppo del mercato dei capitali francese inferiore a quello potenziale, sebbene una quota significativa dei contratti assicurativi risulti investita in titoli di Stato e, in misura più contenuta, in azioni per il tramite di polizze unit-linked..

1.1.4 Confronto fra Paesi e fattori strutturali

Il confronto della composizione patrimoniale fra i quattro Paesi rivela un'eterogeneità significativa che riflette differenze strutturali profonde nei quadri istituzionali, nelle politiche e nei contesti culturali. La **Tabella 1** sintetizza le posizioni più recenti, mentre i paragrafi successivi ne ricostruiscono i principali fattori esplicativi.

Tabella 1: Composizione della ricchezza delle famiglie per Paese (anno più recente disponibile)

Paese	Anno	Attività non finanziarie	Attività finanziarie	Principale driver della componente non finanziaria	Caratteristica distintiva
Italia	2023	53,8%	46,2%	Immobili residenziali	Riequilibrio graduale verso le attività finanziarie
Regno Unito	2024	50,3%	49,7%	Immobili residenziali, terreni	Quasi-parità; ricchezza finanziaria a prevalenza pensionistica
Francia	2022	62,0%	38,0%	Abitazioni (prima casa + seconde case)	Notevole stabilità su un orizzonte di 25 anni

Tabella 1 – Elaborazioni degli autori su dati Istat, Banca d'Italia, ONS e INSEE

La differenza del 12% nella quota di attività non finanziarie fra Regno Unito (50%) e Francia (62%) rappresenta una variazione sostanziale che riflette caratteristiche istituzionali e culturali. Cinque fattori principali concorrono a determinare tale eterogeneità tra Paesi.

1. Architettura del sistema pensionistico:

Il sistema pensionistico britannico, articolato su tre pilastri con sostanziale accumulo di ricchezza pensionistica privata, indirizza il risparmio delle famiglie verso strumenti finanziari attraverso obblighi contributivi, agevolazioni fiscali e meccanismi di adesione automatica. Al contrario, Italia e Francia fanno leva su sistemi pubblici a ripartizione più generosi, riducendo gli incentivi e gli obblighi di accumulo privato e mantenendo correlativamente elevate quote di immobili e depositi.

L'impatto dell'architettura pensionistica si manifesta lungo molteplici direttrici. L'adesione obbligatoria o automatica ai piani aziendali produce un risparmio forzato; le agevolazioni fiscali rendono l'accumulo previdenziale più conveniente rispetto a forme alternative di risparmio; le riserve gestite da fondi pensione specializzati orientano l'allocazione verso azioni e obbligazioni, sostenendo la quota finanziaria della ricchezza; un'esperienza pluridecennale di partecipazione previdenziale privata diffonde, infine, cultura finanziaria e familiarità con i mercati dei capitali (Perotti e von Thadden, 2006).

2. Trattamento fiscale di immobili e attività finanziarie:

Tutti e quattro i Paesi prevedono regimi fiscali favorevoli per la prima abitazione (non tassazione del reddito figurativo, esenzioni sulle plusvalenze), ma differiscono nell'entità e nell'estensione. Il trattamento particolarmente generoso della Francia, unito a una tassazione limitata delle seconde case, incoraggia la concentrazione immobiliare. La stamp duty britannica (imposta sulle transazioni di acquisto di immobili) e le recenti riforme della tassazione degli immobili a scopo locativo hanno moderato gli incentivi all'investimento immobiliare. L'IMU italiana (imposta municipale sulla proprietà) genera costi correnti di detenzione immobiliare che possono incoraggiare l'allocazione verso attività finanziarie.

Anche il trattamento fiscale delle attività finanziarie varia. Il sistema ISA del Regno Unito offre generose opportunità di risparmio esente da imposte (limite annuo di 20.000 sterline senza limite complessivo). L'assurance-vie francese offre vantaggi fiscali, ma con regole più complesse. La tassazione italiana delle attività finanziarie è stata riformata più volte, generando un'incertezza che può scoraggiare la partecipazione ai mercati finanziari (Kaplan et al., 2014).

3. Caratteristiche del mercato immobiliare:

L'accessibilità abitativa, la volatilità dei prezzi, l'efficienza del mercato degli affitti e i tassi di proprietà della casa variano sensibilmente fra Paesi. Gli elevati prezzi degli immobili britannici rispetto ai redditi, in particolare nel sud-est dell'Inghilterra, creano barriere all'acquisto della casa per le famiglie più giovani ma generano sostanziale ricchezza per i proprietari esistenti. I mercati immobiliari regionali

più bilanciati e le tutele degli inquilini più solide della Francia creano alternative valide alla proprietà. Gli elevati tassi di proprietà della casa in Italia (oltre il 70%) riflettono sia preferenze culturali sia mercati degli affitti deboli.

4. Sviluppo dei mercati finanziari e accessibilità:

Lo status del Regno Unito quale centro finanziario globale offre alle famiglie servizi finanziari sofisticati, prodotti competitivi e una distribuzione capillare. Anche la Svezia presenta mercati ben sviluppati e una solida cultura azionaria. Italia e Francia, pur con settori finanziari avanzati, mostrano una minore adozione retail dei prodotti finanziari complessi, contribuendo a mantenere quote più elevate di immobili e depositi.

5. Fattori culturali e storici:

La propensione al rischio, la fiducia nelle istituzioni finanziarie e i modelli di trasmissione intergenerazionale variano significativamente tra Paesi e si modificano lentamente. Le famiglie italiane esprimono una forte preferenza culturale per l'immobiliare quale "bene rifugio", plasmata da decenni di inflazione, instabilità politica e crisi finanziarie. Le famiglie britanniche e svedesi esibiscono una maggiore propensione all'investimento azionario, riflesso di tradizioni culturali differenti (Guiso, Sapienza e Zingales, 2008).

Tali fattori culturali si rivelano notevolmente persistenti, sopravvivendo spesso ai cambiamenti di policy e agli shock economici. Operano attraverso molteplici meccanismi: l'influenza genitoriale sui comportamenti finanziari dei figli, le norme sociali sulla gestione patrimoniale appropriata, e le memorie collettive di eventi storici (crisi bancarie, iperinflazione, crolli del mercato immobiliare) che modellano la percezione del rischio attraverso le generazioni.

1.2 Composizione delle attività finanziarie e allocazione di portafoglio

Mentre la sezione precedente ha esaminato la ripartizione complessiva fra attività finanziarie e non finanziarie, la presente sezione fornisce un'analisi dettagliata della composizione interna del portafoglio finanziario in Italia, Regno Unito, Svezia e Francia. Tale analisi a livello granulare evidenzia importanti differenze tra Paesi nell'allocazione fra depositi, titoli di debito, azioni, fondi comuni e prodotti assicurativo-previdenziali, con implicazioni profonde per l'accumulo patrimoniale, l'esposizione al rischio e i comportamenti di mercato.

1.2.1 Italia: portafogli conservativi orientati ai depositi e recente trasformazione

I portafogli finanziari delle famiglie italiane si caratterizzano per un'elevata preferenza per la liquidità e per profili di rischio conservativi, riflesso di crisi bancarie storiche, di una limitata cultura finanziaria e di preferenze culturali per la preservazione del capitale rispetto alla crescita (Pelizzon e Weber, 2008). Gli anni recenti hanno tuttavia conosciuto una trasformazione sostanziale, con la normalizzazione della politica monetaria e gli spostamenti generazionali che stanno ridefinendo i modelli di allocazione di portafoglio.

La **Figura 4** propone una scomposizione dettagliata della composizione delle attività finanziarie dal 2005 al 2023, evidenziando diversi tratti distintivi.

Figura 4: Composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane (2005–2023)

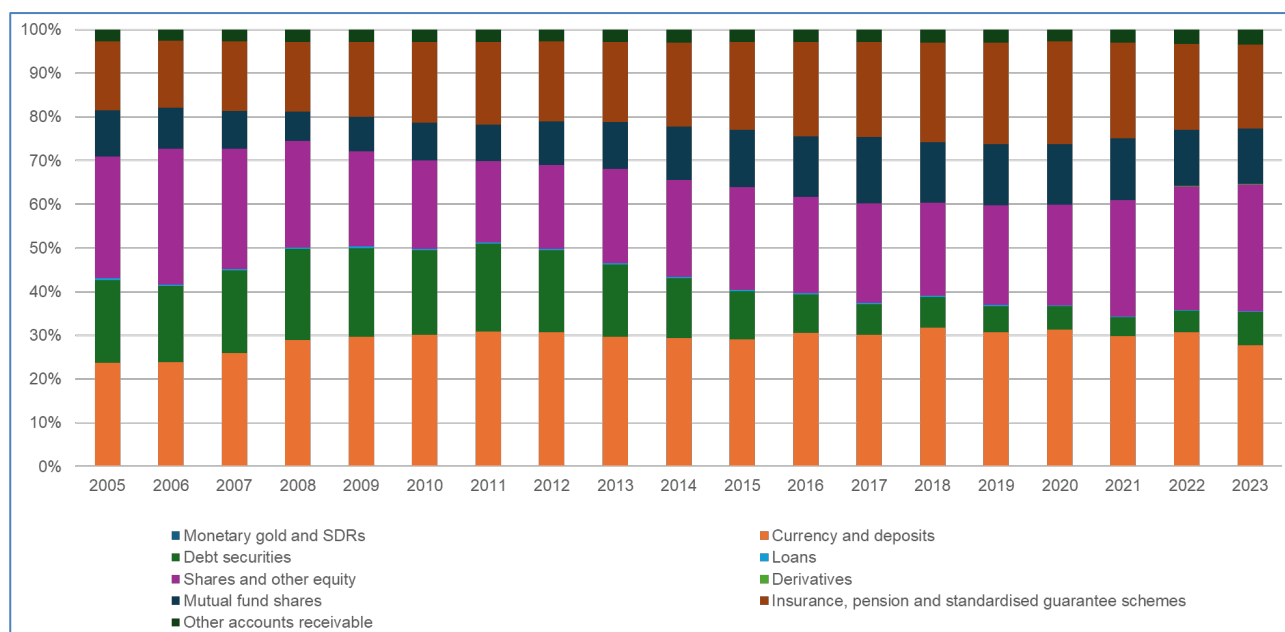


Figura 4 – Elaborazioni degli autori su dati Istat e Banca d'Italia - Composizione delle attività finanziarie in Italia

Moneta e depositi: la preferenza per la liquidità. Moneta e depositi costituiscono la categoria più ampia, rappresentando circa il 24–31% delle attività finanziarie nell'intero periodo. Tale elevata allocazione ai depositi, sostanzialmente superiore ai livelli del Regno Unito o della Svezia, riflette molteplici fattori:

Avversione al rischio e preservazione del capitale. Le famiglie italiane privilegiano la preservazione del capitale rispetto alla crescita, soprattutto a seguito delle severe esperienze di volatilità durante la crisi finanziaria globale del 2008 e quella del debito sovrano del 2011–2012. La memoria delle perdite ha rafforzato una cultura del risparmio orientata alla sicurezza, in cui i depositi rappresentano il veicolo di elezione.

Cultura finanziaria limitata. Le indagini mostrano sistematicamente che le famiglie italiane esibiscono una cultura finanziaria inferiore a quella dei pari Paesi del Nord Europa. Molte famiglie mancano di

fiducia nella comprensione dei mercati azionari, dei rischi obbligazionari o delle strutture dei fondi comuni, e ripiegano di default sui familiari prodotti di deposito (Lusardi et al., 2017; von Gaudecker, 2015).

Fattori demografici. La popolazione italiana, sensibilmente invecchiata, include un'ampia quota di pensionati che privilegiano stabilità del reddito e preservazione del capitale rispetto alla crescita di lungo periodo. Tale composizione demografica accentua la domanda di strumenti a basso rischio, fra cui i depositi.

Struttura del settore bancario. Il settore bancario italiano, storicamente dominato da banche locali e regionali con radicate relazioni con la clientela, ha facilitato la raccolta di depositi e ha promosso una cultura del risparmio a prevalenza bancaria. Tale eredità istituzionale si riflette nell'elevata quota di depositi.

La quota dei depositi è cresciuta significativamente nelle fasi di crisi, passando dal 26% nel 2007 al 31% nel 2012, in quanto le famiglie hanno cercato sicurezza e liquidità. Tale dinamica conferma il ruolo dei depositi quale riserva di sicurezza nei periodi di stress finanziario.

La successiva stabilizzazione intorno al 27–30% suggerisce che i depositi abbiano trovato un nuovo equilibrio. Tuttavia, l'ulteriore contrazione al 27% nel 2023, in concomitanza con il rialzo dei tassi sui titoli di Stato, segnala un possibile cambio di regime con riallocazioni verso strumenti a maggior rendimento.

Assicurazioni, fondi pensione e garanzie standardizzate. Tale categoria rappresenta circa il 15–20% delle attività finanziarie, riflettendo la storica rilevanza dei prodotti assicurativi nel risparmio delle famiglie italiane. La quota è significativamente inferiore a quella del Regno Unito (48–60%) e della Svezia, riflettendo la prevalenza del sistema pensionistico pubblico a ripartizione e la più contenuta accumulazione di previdenza complementare.

La categoria è tuttavia cresciuta gradualmente, riflettendo diverse tendenze:

Riforme pensionistiche. Le riforme italiane degli ultimi vent'anni hanno ridotto la generosità del sistema pubblico e incentivato la previdenza complementare, soprattutto attraverso fondi pensione aziendali e individuali, con conseguente accumulazione di risorse in tali veicoli.

Evoluzione dei prodotti assicurativi. I prodotti assicurativi italiani si sono progressivamente evoluti da puri strumenti di protezione verso veicoli a vocazione di investimento, in particolare le polizze unit-linked e i prodotti multiramo, ampliando il bacino di accumulazione finanziario.

Invecchiamento demografico: con l'avanzare dell'età media della popolazione, la domanda di prodotti di reddito pensionistico e di copertura della longevità è cresciuta, sostenendo l'espansione del comparto assicurativo-previdenziale.

Azioni e altre partecipazioni: volatilità e recupero. Le posizioni azionarie (sia detenute dirette sia esposizioni indirette tramite fondi azionari) hanno oscillato fra il 27% e il 42% delle attività finanziarie, mostrando una volatilità significativa connessa alle valutazioni di mercato. La categoria include azioni quotate, azioni non quotate (spesso partecipazioni in imprese familiari) e fondi comuni azionari.

La flessione dal 28% circa nel 2007 al 19% nel 2012 riflette il combinato disposto della crisi finanziaria globale e della crisi del debito sovrano europeo sui mercati azionari italiani. L'indice FTSE MIB (principale benchmark del mercato azionario italiano) è sceso da oltre 40.000 punti nel 2007 a meno di 15.000 nel 2012, con un calo superiore al 60% che ha eroso pesantemente i portafogli azionari delle famiglie. Le banche italiane, che pesavano per una quota rilevante dell'indice, sono state colpite con particolare durezza dalle preoccupazioni connesse all'esposizione al debito sovrano e ai crediti deteriorati (Campbell et al., 2007; Calvet e Sodini, 2014).

Il successivo recupero a circa il 29% entro il 2023 riflette tanto l'apprezzamento dei mercati (il FTSE MIB è risalito sopra quota 28.000 entro la fine del 2023) quanto un'effettiva riallocazione di portafoglio. Tale recupero, particolarmente marcato dopo il 2019, segnala un cambiamento comportamentale significativo, con le famiglie italiane progressivamente più disposte a impegnarsi nei mercati azionari nonostante l'esperienza traumatica delle crisi precedenti.

Perché l'allocazione azionaria conta. Il peso della componente azionaria nel portafoglio è un fattore decisivo per l'accumulo patrimoniale di lungo periodo. L'evidenza storica conferma con regolarità che le azioni sovraperformano obbligazioni e depositi su orizzonti ampi (oltre vent'anni), pur a fronte di una volatilità superiore. Il disimpegno delle famiglie italiane dal mercato azionario tra il 2007 e il 2012 ha precluso loro la successiva fase di recupero, generando costi di opportunità di rilievo.

Si consideri una famiglia con 100.000 euro di attività finanziarie nel 2012. Con un'allocazione azionaria del 20% (livello del 2012), avrebbe avuto 20.000 euro di esposizione azionaria. Con un'allocazione del 30% (livello del 2023), avrebbe avuto 30.000 euro di esposizione azionaria. Dato il recupero del FTSE MIB da circa 15.000 punti nel 2012 a 28.000 nel 2023 (un incremento dell'87%), gli ulteriori 10.000 euro di allocazione azionaria avrebbero generato circa 8.700 euro di ricchezza aggiuntiva, una differenza sostanziale prodotta da uno spostamento allocativo del 10%.

Titoli di debito: l'impennata del 2023. I titoli di debito hanno mostrato una tendenza decrescente, da circa il 19% delle attività finanziarie nel 2005 a circa il 5% nel 2020, in quanto i programmi di quantitative easing della Banca centrale europea hanno compresso i rendimenti a livelli prossimi allo zero o negativi. I titoli di Stato italiani (BTP), tradizionalmente una componente centrale del portafoglio delle famiglie italiane, sono divenuti poco attrattivi quando i rendimenti decennali sono scesi sotto l'1% e i rendimenti a breve termine sono divenuti negativi.

Successivamente, la categoria è cresciuta in modo marcato, passando all'8% nel 2023. Tale impennata riflette il ritorno di rendimenti positivi sui titoli di Stato a seguito della normalizzazione della politica monetaria della BCE. Con la BCE che ha portato i tassi dal -0,5% di metà 2022 al 4,0% di fine 2023, i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono saliti correlativamente: i BTP decennali sono passati dall'1% circa di inizio 2022 a oltre il 4,5% a fine 2023.

La **Figura 5** evidenzia tale aggiustamento, mostrando un incremento del 63,8% nel valore in essere dei titoli di debito nel 2023. È rilevante notare come tale cifra rifletta variazioni dei valori di stock, incorporando sia effetti di valutazione sia flussi netti di investimento, piuttosto che una misura pura di riallocazione di portafoglio.

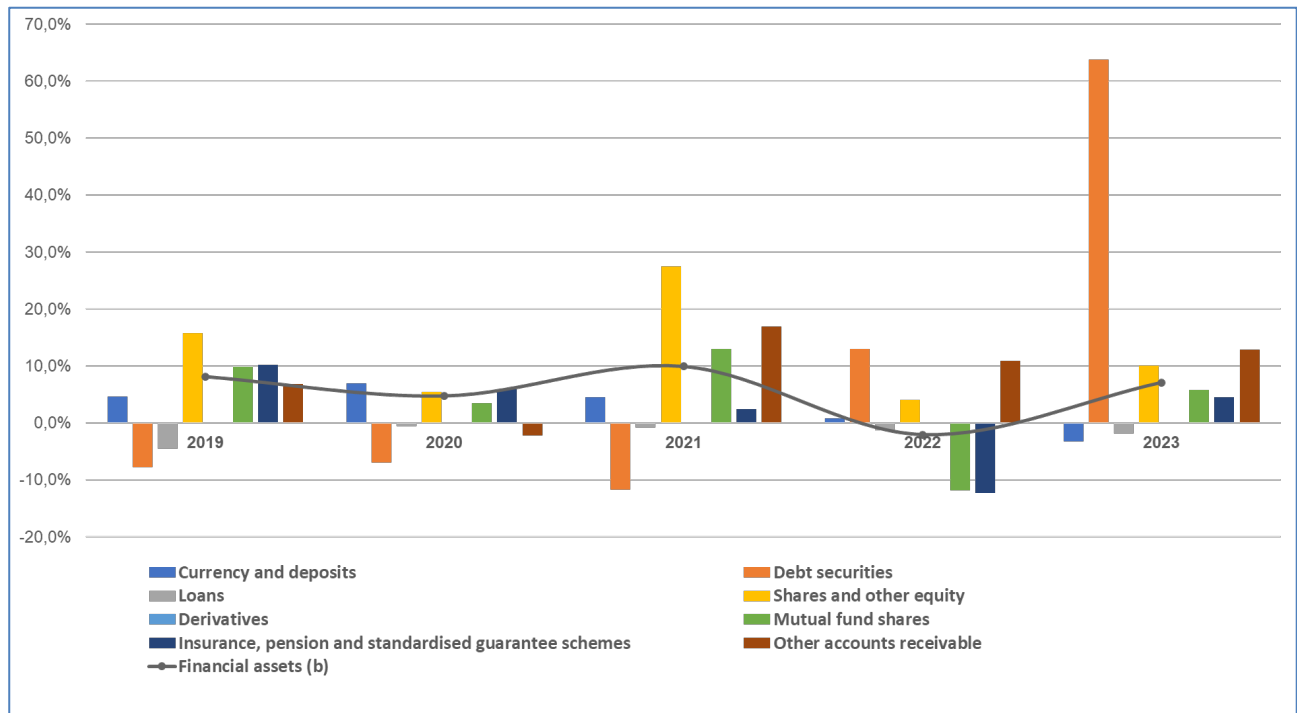
Figura 5: Italia – Tassi di crescita annua delle componenti delle attività finanziarie (2019–2023)

Figura 5 – Elaborazioni degli autori su dati Istat e Banca d'Italia - Tassi di crescita in Italia

Il canale di trasmissione della politica monetaria. Il mercato incremento del 63,8% nelle posizioni in titoli di debito nel 2023, unito alla contrazione del -3,2% nei depositi, è coerente con un riequilibrio dei portafogli delle famiglie in risposta a variazioni nei rendimenti relativi. Al rialzo dei tassi, le famiglie si sono spostate dai depositi a rendimento nullo verso obbligazioni a rendimento più elevato, generando un canale diretto attraverso cui la politica monetaria incide sulla composizione del portafoglio delle famiglie (Bach et al., 2020).

Tale canale di trasmissione comporta implicazioni significative:

Efficacia della politica monetaria. La rapida riallocazione di portafoglio segnala che le famiglie italiane sono sensibili ai rendimenti relativi e adattano la propria allocazione in risposta a shock monetari, accrescendo l'efficacia della trasmissione monetaria e segnalando un meccanismo importante attraverso cui le decisioni della BCE incidono sui bilanci familiari.

Considerazioni di stabilità finanziaria. La rapidità degli spostamenti crea tuttavia potenziali rischi per la stabilità. Se le famiglie si sono spostate massicciamente verso i titoli di Stato in concomitanza con la fase di rialzo dei rendimenti, una successiva inversione potrebbe innescare vendite consistenti, con impatti sui mercati e sui bilanci bancari.

Implicazioni per il settore bancario. Le uscite di depositi creano sfide per le banche italiane, che fanno affidamento sui depositi come principale fonte di raccolta. Le banche sono state spinte ad aumentare i tassi sui depositi per trattenere i clienti, con effetti sui margini di intermediazione..

Quote di fondi comuni: gestione professionale e diversificazione. Le quote di fondi comuni si sono mantenute relativamente stabili in un intervallo del 7–15% (con media all'11%), offrendo alle famiglie un'esposizione diversificata a molteplici classi di attività attraverso veicoli gestiti professionalmente. I fondi comuni italiani consentono l'accesso ad azioni internazionali, obbligazioni societarie e attività alternative che sarebbero difficili da raggiungere direttamente per le singole famiglie.

La stabilità delle allocazioni in fondi anche nelle fasi di crisi suggerisce che le famiglie le percepiscano come strumenti di accumulo di lungo periodo, meno soggette a riallocazioni pro-cicliche rispetto ad

altre categorie. Tale stabilità è importante per la profondità dei mercati e per l'industria del risparmio gestito italiano.

Dinamiche di allocazione di portafoglio. La **Figura 6** illustra le dinamiche di allocazione di portafoglio attraverso la lente della partecipazione al mercato azionario rispetto alla quota di depositi, offrendo una prospettiva complementare ai dati della Figura 4.

Figura 6: Italia – Allocazione di portafoglio delle famiglie: esposizione azionaria vs quota di depositi (2005–2023)

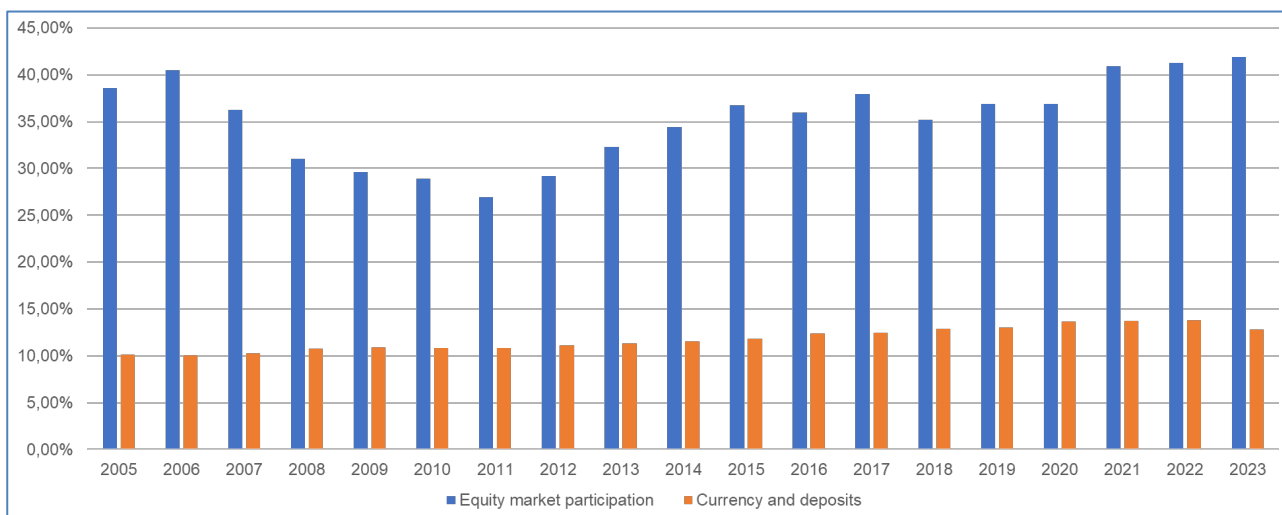


Figura 6 – Elaborazioni degli autori su dati Istat e Banca d'Italia - Allocazione di portafoglio in Italia

Il grafico evidenzia la relazione inversa fra partecipazione azionaria e quota di depositi nelle fasi di crisi. Al ridursi della partecipazione azionaria dal 40% nel 2006 al 27% nel 2011, le famiglie si sono spostate verso depositi e altre attività sicure. Il successivo recupero della partecipazione azionaria al 42% entro il 2023 si è accompagnato a quote di depositi stabili o in calo, illustrando le dinamiche di riallocazione di portafoglio.

La **Figura 7** traccia l'andamento della partecipazione al mercato azionario nel tempo con dettaglio aggiuntivo, evidenziando la traiettoria a V che ha caratterizzato il periodo:

Figura 7: Italia – Partecipazione al mercato azionario (2005–2025)

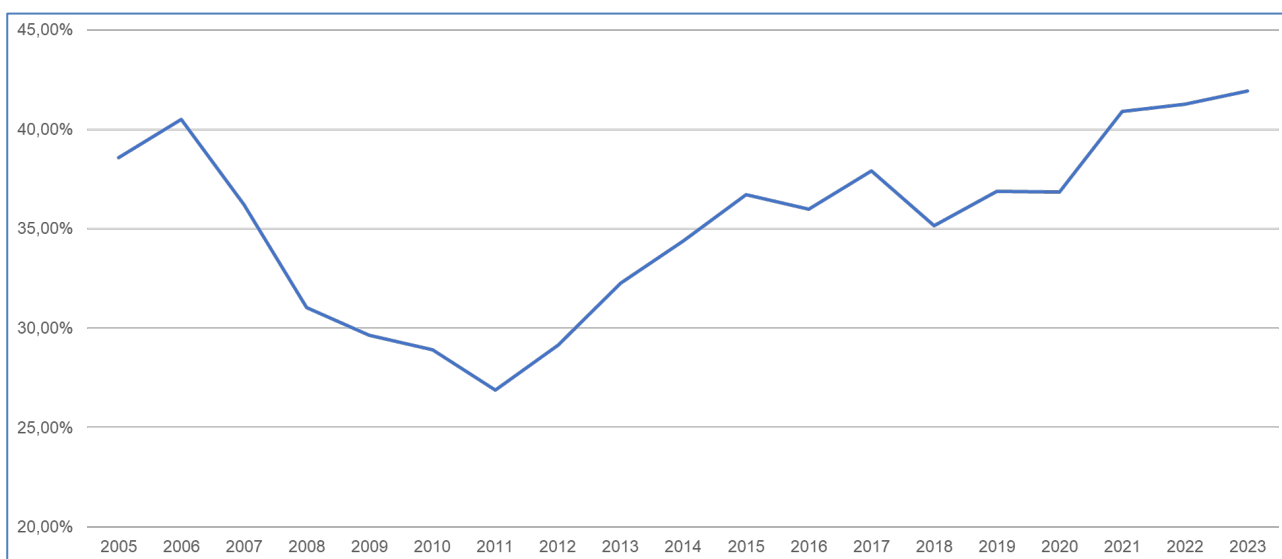


Figura 7 – Elaborazioni degli autori su dati Istat e Banca d'Italia - Partecipazione azionaria in Italia

Implicazioni per il benessere delle famiglie e per le policy. I modelli di composizione del portafoglio italiano comportano diverse implicazioni:

Costi opportunità del conservatorismo. L'elevata allocazione in depositi e il ritiro dall'azionario indotto dalle crisi hanno generato sostanziali costi di opportunità. Le famiglie che hanno mantenuto o accresciuto l'esposizione azionaria durante le crisi del 2008–2012 hanno beneficiato della successiva ripresa, mentre quelle che si sono ritirate hanno perso tali guadagni.

Necessità di educazione finanziaria. Le tendenze osservate suggeriscono che molte famiglie italiane non dispongono della cultura finanziaria e della fiducia necessarie a mantenere strategie d'investimento di lungo periodo durante le fasi di stress di mercato. Iniziative di educazione finanziaria che aiutino le famiglie a comprendere i trade-off rischio/rendimento, i benefici della diversificazione e l'importanza della prospettiva di lungo periodo potrebbero migliorare gli esiti.

Implicazioni per il sistema pensionistico. La modesta allocazione in prodotti assicurativi e previdenziali, unita alle pressioni sui sistemi pubblici, indica che molte famiglie italiane si trovano potenzialmente in una condizione di insufficienza pensionistica di lungo periodo, con rischi per la sicurezza economica della terza età.

Sviluppo dei mercati dei capitali. Il graduale incremento delle allocazioni in azioni e fondi sostiene lo sviluppo del mercato dei capitali italiano, fornendo capitale stabile di lungo periodo alle imprese italiane. Un progresso continuato in tale direzione ridurrebbe la dipendenza delle imprese italiane dal finanziamento bancario e sosterebbe la crescita economica.

1.2.2 Regno Unito: ricchezza finanziaria dominata dalle pensioni e utilizzo degli ISA

La composizione delle attività finanziarie del Regno Unito riflette la maturità del sistema pensionistico del Paese, l'ampio ricorso a strumenti di risparmio a fiscalità agevolata e la presenza di un settore di servizi finanziari sviluppato. L'analisi dei dati ONS per il periodo 2005–2023 evidenzia una pronunciata concentrazione in prodotti pensionistici e assicurativi e un crescente utilizzo degli Individual Savings Account quale strumento di accumulo complementare

La **Figura 8** fornisce una scomposizione dettagliata della composizione delle attività finanziarie delle famiglie britanniche:

Figura 8: Composizione delle attività finanziarie delle famiglie nel Regno Unito (2005–2023)

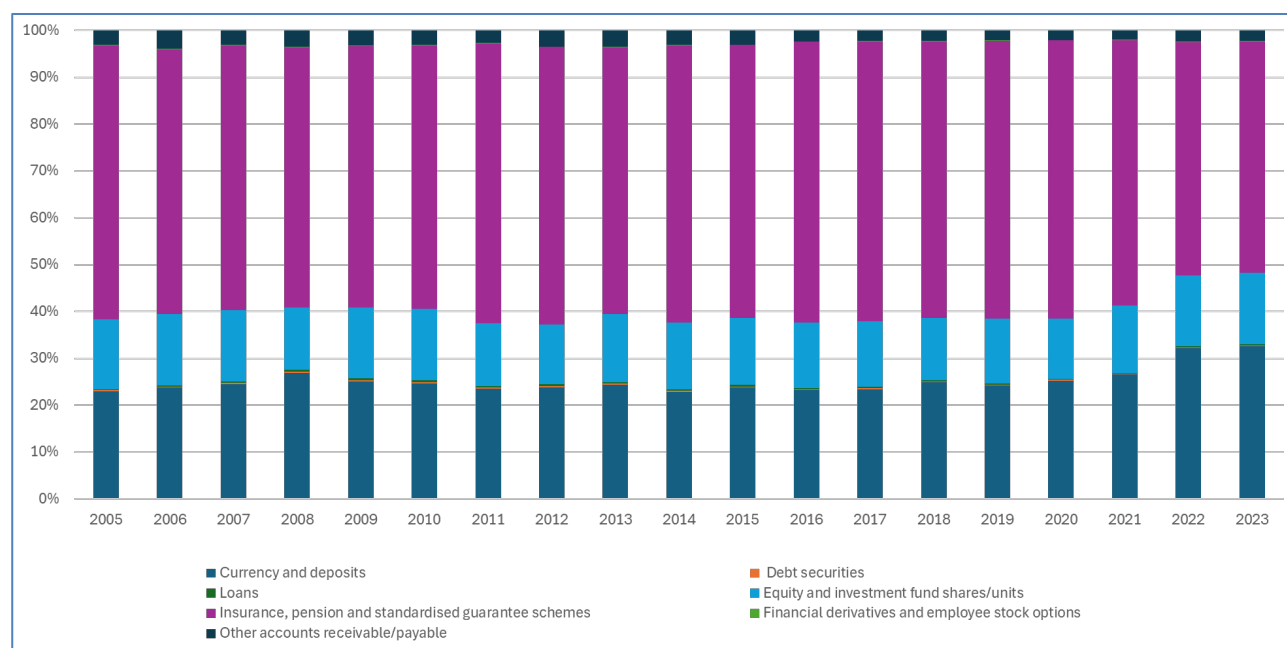


Figura 8 – Elaborazioni degli autori su dati ONS - Attività finanziarie nel Regno Unito

Prevalenza dei prodotti pensionistici e assicurativi. I prodotti pensionistici e assicurativi rappresentano la categoria più ampia delle attività finanziarie delle famiglie britanniche, con quote pari a circa il 40–50% della ricchezza finanziaria (la quota esatta varia in funzione della metodologia di rilevazione e della fonte dei dati). Tale prevalenza riflette diverse caratteristiche strutturali:

Sistema pensionistico a tre pilastri. Il sistema britannico si articola in: pensione di Stato (basic state pension più additional pension), fondi pensione aziendali e pensioni individuali. Tale impostazione ha indirizzato sistematicamente il risparmio delle famiglie verso veicoli a vocazione finanziaria, accumulando ingenti riserve di lungo termine.

Spostamento verso la contribuzione definita. Il Regno Unito ha sperimentato uno spostamento marcato dai piani a prestazione definita (in cui il rischio di investimento è in capo al datore di lavoro che garantisce il reddito pensionistico) a quelli a contribuzione definita (in cui il rischio di investimento è in capo al lavoratore e il reddito pensionistico dipende dai rendimenti degli investimenti). Tale evoluzione ha accresciuto l'esposizione delle famiglie alla performance dei mercati finanziari, in quanto la sicurezza pensionistica dipende direttamente dai rendimenti di portafoglio (Cocco et al., 2005; Giannetti e Laeven, 2009).

Il successo dell'adesione automatica. L'introduzione nel 2012 dell'adesione automatica ai fondi pensione aziendali ha rappresentato un intervento di policy trasformativo. In regime di adesione automatica, i datori di lavoro devono iscrivere i lavoratori idonei a piani pensionistici con aliquote di contribuzione minime (8% delle retribuzioni qualificate al 2024, suddiviso fra contributi del datore di lavoro e del lavoratore). I lavoratori possono uscirne, ma devono esercitare attivamente la scelta di recesso.

La politica di adesione automatica si è dimostrata estremamente efficace: a fine 2024, oltre 10 milioni di lavoratori risultavano iscritti, con tassi di partecipazione fra i lavoratori idonei superiori all'85%. La politica sfrutta le indicazioni dell'economia comportamentale sugli effetti dei default e dell'inerzia: la maggior parte dei lavoratori rimane iscritta nonostante la possibilità di recesso. Tale successo dimostra l'efficacia di un'architettura di scelta ben disegnata nel modellare il comportamento finanziario delle famiglie (Daminato et al., 2024).

Agevolazioni fiscali. I versamenti pensionistici beneficiano di un trattamento fiscale generoso. Le contribuzioni sono deducibili dall'imposta sul reddito (con beneficio fiscale immediato per l'aliquota marginale del lavoratore), i rendimenti maturati all'interno dei fondi sono esenti d'imposta, e fino al 25% del montante finale può essere percepito in esenzione al momento del pensionamento, mentre la parte residua è tassata come reddito ordinario..

Perché la prevalenza pensionistica conta. La concentrazione della ricchezza finanziaria nei fondi pensione genera dinamiche distintive:

Dipendenza della sicurezza pensionistica dai mercati. La sicurezza pensionistica delle famiglie britanniche dipende fortemente dalla performance dei mercati finanziari. Una flessione marcata in prossimità del pensionamento può ridurre significativamente le prestazioni, generando rischi di reddito non trascurabili.

Illiquidità e rigidità. La ricchezza pensionistica rimane in larga misura inaccessibile fino all'età pensionabile (di norma 55 anni o oltre), limitando la flessibilità finanziaria per esigenze antecedenti. Tale rigidità ha effetti sulla capacità delle famiglie di rispondere a shock di reddito o di cogliere opportunità d'acquisto.

Complessità e sfide di partecipazione attiva. I piani a contribuzione definita richiedono ai singoli decisioni complesse su contribuzioni, allocazioni di investimento e strategie di decumulo. Molti

partecipanti si appoggiano a opzioni di default, con risultati spesso subottimali rispetto a profilo di rischio e tolleranza individuali.

Implicazioni intergenerazionali. Il passaggio dalla prestazione definita alla contribuzione definita trasferisce il rischio dai datori di lavoro ai singoli e crea una maggiore variabilità degli esiti pensionistici. Tale variabilità può accentuare le disuguaglianze, poiché gli individui finanziariamente sofisticati con redditi più elevati ottengono esiti migliori rispetto agli individui meno sofisticati e a reddito inferiore.

Partecipazione al mercato azionario. Le famiglie britanniche mantengono una significativa esposizione azionaria sia attraverso detenzioni dirette sia attraverso l'intermediazione dei fondi pensione. La **Figura 9** e la **Figura 10** offrono spunti sui modelli di allocazione di portafoglio:

Figura 9: Regno Unito – Allocazione di portafoglio delle famiglie: esposizione azionaria vs quota di depositi (2005–2023)

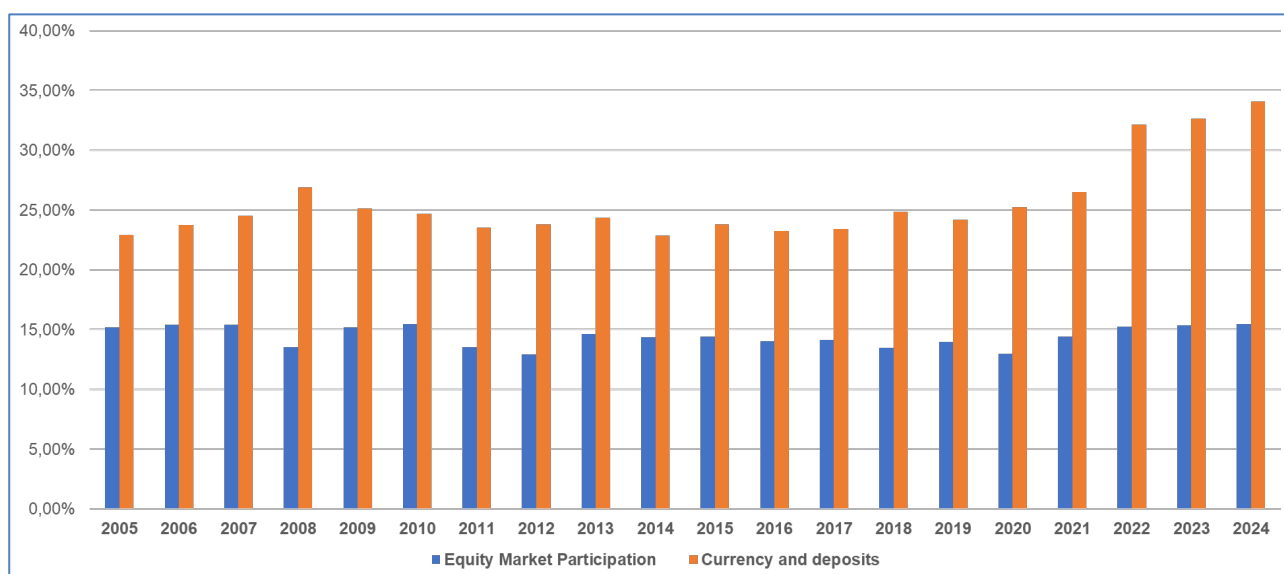


Figura 9 – Elaborazioni degli autori su dati ONS - Allocazione di portafoglio nel Regno Unito

Figura 10: Regno Unito – Partecipazione al mercato azionario

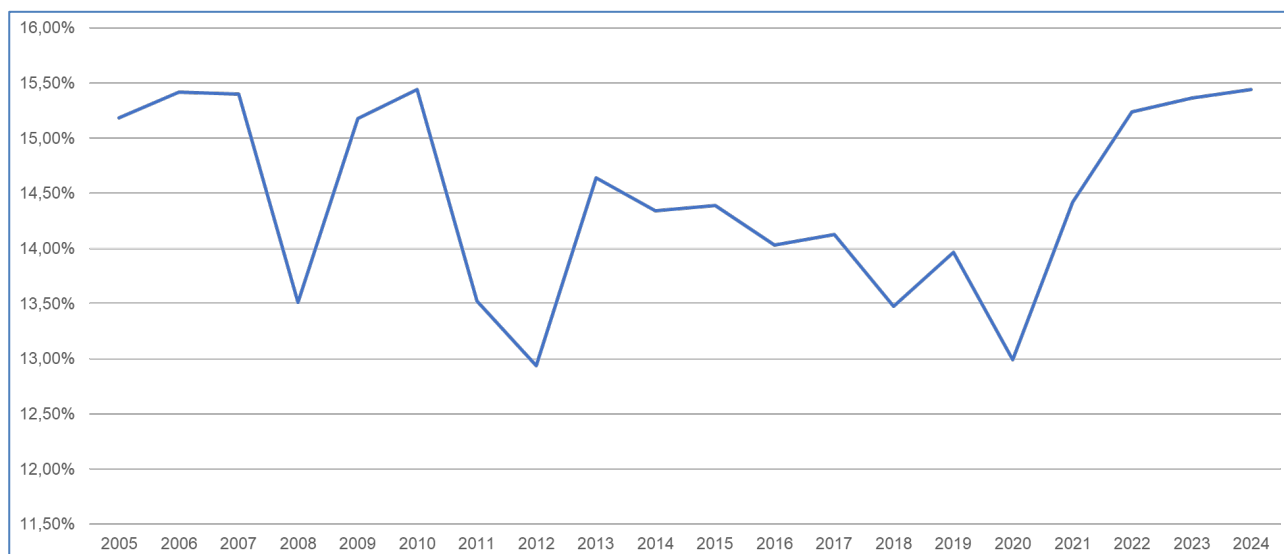


Figura 10 – Elaborazioni degli autori su dati ONS - Partecipazione azionaria diretta nel Regno Unito

I tassi di partecipazione diretta al mercato azionario (misurati come percentuale di adulti che detengono azioni direttamente o tramite fondi di investimento al di fuori della previdenza) hanno oscillato fra il 13,0% e il 15,5% nel periodo 2005–2024. Questo tasso di partecipazione diretta relativamente modesto

maschera una partecipazione indiretta significativamente più elevata attraverso i fondi pensione, che mantengono allocazioni azionarie sostanziali (tipicamente fra il 40% e il 60% delle attività in funzione della tipologia di fondo e dell'età degli iscritti).

La partecipazione è scesa dal 15,4% nel 2007 al 13,5% nel 2008 durante la crisi finanziaria, è risalita al 15,4% entro il 2010, ha registrato un lento declino a 13,0% entro il 2020 in concomitanza con l'incertezza Brexit, e ha poi rimbalzato a 15,4% entro il 2024, riflettendo la robusta ripresa post-pandemica.

Effetti delle crisi. La crisi finanziaria del 2008 ha innescato avversione al rischio e riallocazione verso attività più sicure, riducendo la partecipazione azionaria diretta. La flessione relativamente modesta (1,9%) e la rapida ripresa suggeriscono una resilienza superiore a quella italiana.

Incertezza Brexit. La prolungata flessione 2016–2020 coincide con l'incertezza politica ed economica legata alla Brexit, che ha indotto attese caute e riduzione dell'esposizione al rischio azionario domestico, in particolare per le mid e small cap britanniche.

Effetti pandemici e ripresa. Il minimo del 2020 coincide con lo shock pandemico iniziale, ma la rapida ripresa al 15,4% entro il 2024 riflette tanto le politiche di sostegno quanto il ritrovato slancio dei mercati globali. La diffusione di piattaforme di trading online e di app di investimento retail ha inoltre ampliato l'accesso ai mercati.

Individual Savings Accounts (ISA). Gli ISA rappresentano un cardine della strategia di risparmio delle famiglie britanniche, offrendo rendimenti esenti d'imposta sia sul reddito sia sulle plusvalenze. La **Figura 11** mostra l'allocazione dettagliata delle attività finanziarie delle famiglie britanniche, incluse le posizioni in ISA:

Figura 11: Allocazione delle attività finanziarie delle famiglie nel Regno Unito

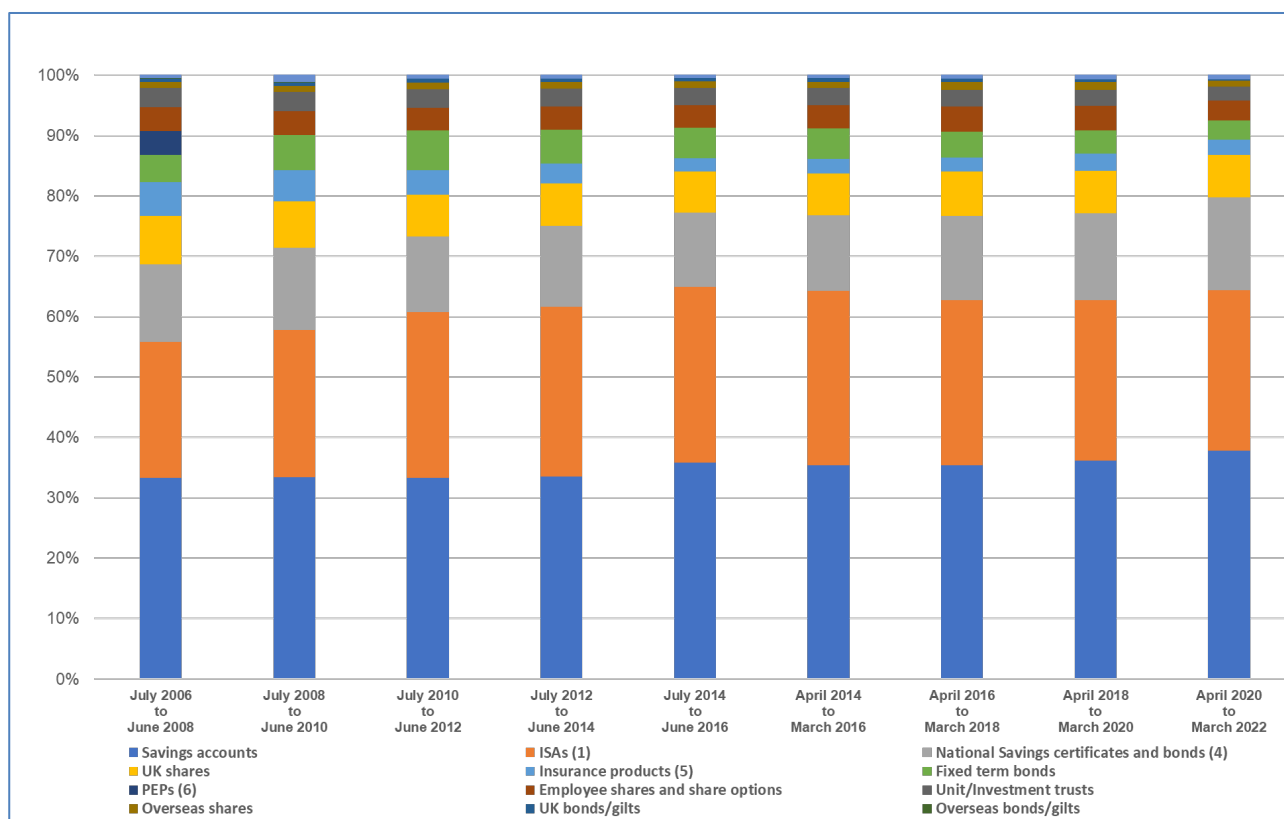


Figura 11 – Elaborazioni degli autori su dati ONS - Allocazione degli strumenti finanziari nel Regno Unito

La **Figura 12** confronta Cash ISA e Stocks and Shares ISA, evidenziando andamenti significativi:

Figura 12: Cash ISA vs Stocks and Shares ISA

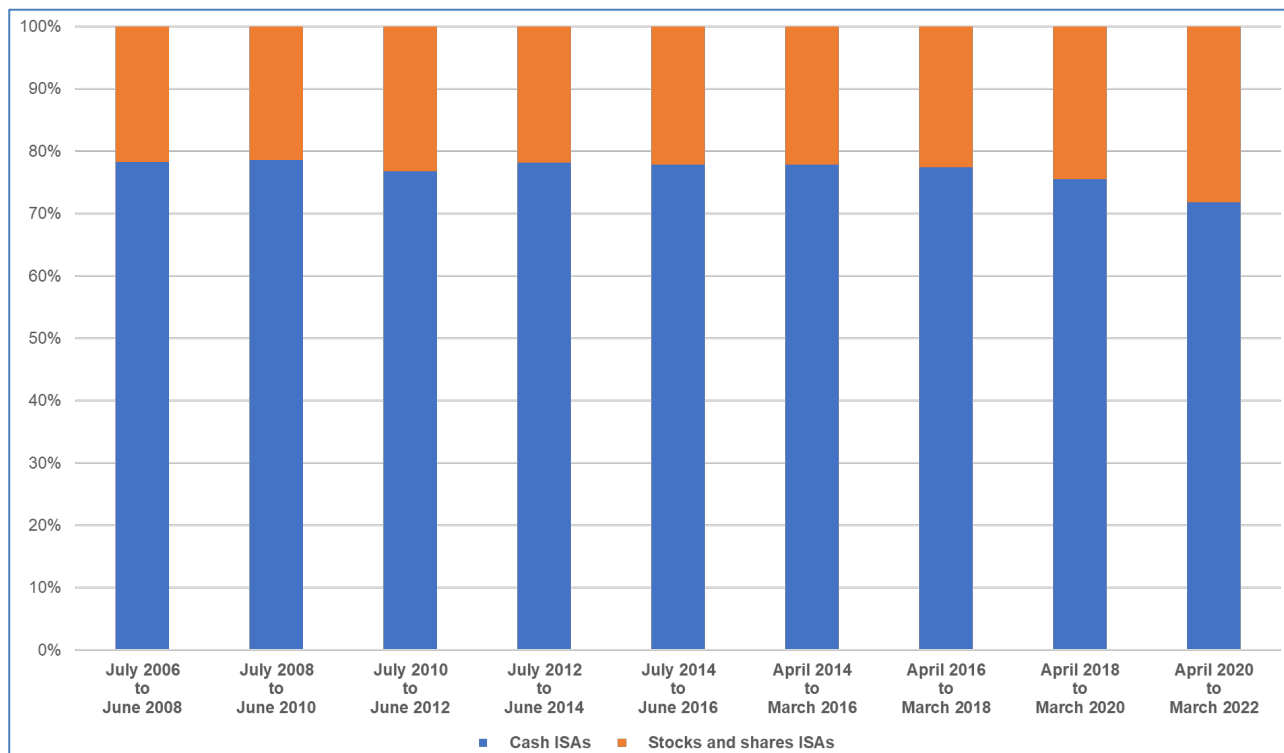


Figura 12 – Elaborazioni degli autori su dati ONS -ISA nel Regno Unito

I dati mostrano che i Cash ISA (basati su depositi) hanno storicamente prevalso sugli Stocks and Shares ISA (investimenti in azioni e obbligazioni), con un rapporto di circa 60:40 in valore di mercato e quote ancor più sbilanciate in termini di apertura di conti. Tale preferenza riflette diversi fattori pratici e di mercato.

Semplicità e familiarità. I Cash ISA sono di immediata comprensione e operano come conti di risparmio tradizionali, risultando accessibili anche a famiglie con limitata cultura finanziaria. La protezione del FSCS fino a 85.000 sterline ne rafforza la percezione di sicurezza.

Avversione al rischio. Molte famiglie britanniche privilegiano la preservazione del capitale rispetto alla crescita, in particolare per obiettivi di risparmio di breve e medio periodo. I Cash ISA offrono una sicurezza percepita (sebbene rimanga il rischio di inflazione), mentre gli Stocks and Shares ISA espongono i sottoscrittori alla volatilità di mercato.

Effetti dei tassi di interesse. Nell'ambiente di tassi prossimi allo zero del 2009–2021, i Cash ISA hanno offerto rendimenti minimi, talora erosi dall'inflazione. Il rapido rialzo dei tassi nel 2022–2023 ne ha tuttavia rinnovato l'attrattiva, sostenendo una marcata accelerazione dei volumi.

Perché la prevalenza dei Cash ISA conta. La preferenza per i Cash ISA rispetto agli Stocks and Shares ISA crea costi opportunità per le famiglie britanniche, in particolare per gli obiettivi di lungo periodo per i quali l'equity premium può accrescere significativamente l'accumulo patrimoniale. Tale dinamica riduce inoltre il contributo dell'ISA allo sviluppo del mercato azionario britannico, una finalità implicita dello strumento (Gomes e Michaelides, 2005).

Si consideri una famiglia che versa 10.000 sterline annue in un ISA per 30 anni. Con rendimenti dei Cash ISA del 2% annuo (approssimazione della media di lungo periodo), il conto crescerebbe fino a circa 405.000 sterline. Con rendimenti degli Stocks and Shares ISA del 7% annuo (approssimazione della media azionaria di lungo periodo), il conto crescerebbe fino a circa 945.000 sterline, con un divario di 540.000 sterline ovvero il 133% di ricchezza in più.

Tale costo opportunità suggerisce che iniziative di educazione finanziaria volte a incentivare un appropriato utilizzo degli Stocks and Shares ISA potrebbero migliorare significativamente l'accumulo patrimoniale di lungo periodo, soprattutto per le famiglie con orizzonti temporali estesi.

Implicazioni per le policy e per gli intermediari. La struttura della ricchezza finanziaria britannica, a prevalenza pensionistica, comporta implicazioni significative per il disegno delle policy e per le strategie degli intermediari finanziari.

Importanza delle riforme pensionistiche. Data la concentrazione del patrimonio finanziario nel sistema pensionistico, il disegno di quest'ultimo condiziona in misura determinante la sicurezza economica delle famiglie e l'allocatione complessiva del portafoglio. Interventi normativi frequenti ne compromettono la prevedibilità e indeboliscono la propensione delle famiglie alla pianificazione di lungo periodo.

Divario nella consulenza finanziaria. La complessità delle decisioni pensionistiche e di investimento alimenta una domanda di consulenza qualificata; molte famiglie britanniche non vi hanno tuttavia accesso a costi sostenibili, con conseguenti rischi di scelte subottimali. Politiche di ampliamento dell'accesso alla consulenza qualificata risulterebbero benefiche.

Opportunità di utilizzo degli ISA. La sottoutilizzazione degli Stocks and Shares ISA rispetto ai Cash ISA segnala opportunità per gli intermediari finanziari di sviluppare prodotti e servizi che rendano l'investimento azionario più accessibile e meno intimidatorio. Opzioni di investimento semplificate, target-date fund e materiali educativi potrebbero ampliare l'adozione degli Stocks and Shares ISA.

Trasferimento intergenerazionale della ricchezza: la concentrazione del patrimonio pensionistico nelle famiglie più anziane, unita alle regole sui benefici previdenziali post mortem, incide sui trasferimenti patrimoniali intergenerazionali. Riforme recenti che hanno consentito di trasmettere i conti pensionistici esenti d'imposta (in molte circostanze) potrebbero accrescere il ruolo delle pensioni nella trasmissione intergenerazionale della ricchezza.

1.2.3 Sweden: High Equity Orientation and Cultural Factors

La Svezia esibisce il più elevato e stabile tasso di partecipazione al mercato azionario fra i quattro Paesi esaminati, riflesso di un'esperienza istituzionale, culturale e di policy distintiva. L'analisi dei dati SCB per il periodo 2005–2023 evidenzia una notevole resilienza della cultura azionaria attraverso cicli economici diversi e configurazioni di mercato eterogenee.

La **Figura 13** evidenzia la relazione fra partecipazione azionaria e risparmio liquido nei portafogli delle famiglie svedesi:

Figura 13: Partecipazione azionaria vs risparmio liquido nei portafogli delle famiglie svedesi

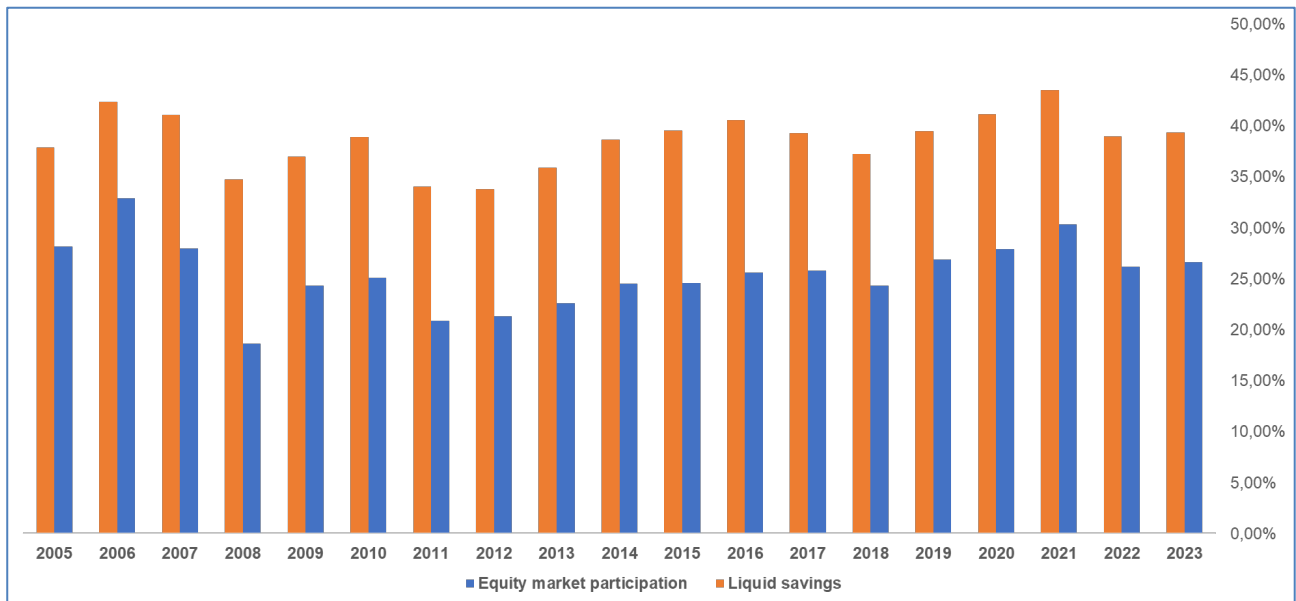


Figura 13 – Elaborazioni degli autori su dati SCB - Azioni e risparmio in Svezia

Partecipazione azionaria elevata e stabile. I tassi di partecipazione delle famiglie svedesi al mercato azionario (misurati come detenzioni dirette di azioni più quote di fondi azionari in percentuale delle attività finanziarie) hanno oscillato fra il 19% e il 33% nel periodo 2005–2023, con la maggior parte delle osservazioni che si addensano attorno al 25%. Sebbene questi valori possano apparire modesti in termini assoluti, rappresentano una proprietà azionaria diretta significativamente superiore a quella di Italia o Francia, e la stabilità attraverso molteplici crisi distingue la Svezia dagli altri Paesi.

Diverse caratteristiche connotano il modello svedese:

Limitata sensibilità alle crisi. A differenza dell'Italia (in cui la partecipazione è crollata nel 2008–2012) o del Regno Unito (in cui è diminuita durante l'incertezza Brexit), i tassi di partecipazione svedesi hanno mostrato un calo minimo durante le crisi. La partecipazione si è mantenuta sopra il 19% nell'intero periodo, segnalando un forte impegno nell'investimento azionario anche in fasi di stress di mercato.

Variatione ciclica senza trend. I dati mostrano oscillazioni cicliche attorno a una media stabile, anziché un trend ascendente o discendente. La partecipazione ha toccato il picco al 32,9% nel 2006 e al 30,3% nel 2021, con minimi attorno al 19–21% nel 2008 e nel 2011. Questo andamento suggerisce che le famiglie svedesi adattano l'esposizione azionaria in risposta alle condizioni di mercato (riducendola dopo forti apprezzamenti, accrescendola dopo le flessioni), mantenendo tuttavia un'allocazione strutturale agli strumenti azionari significativamente superiore a quella dei pari europei.

Risparmio liquido complementare. La **Figura 14** evidenzia inoltre come il risparmio liquido (depositi e strumenti equivalenti) abbia rappresentato in modo costante il 34–44% dei portafogli finanziari delle famiglie. Tale sostanziale riserva di liquidità può consentire alle famiglie di mantenere le posizioni azionarie durante le fasi di flessione senza vendite forzate, in quanto possono attingere al risparmio liquido per le esigenze di consumo anziché liquidare le posizioni azionarie a prezzi compressi (Fagereng, Gottlieb e Guiso, 2017).

La **Figura 14** offre ulteriore dettaglio sull'allocazione di portafoglio in Svezia:

Figura 14: Svezia – Allocazione di portafoglio delle famiglie: esposizione azionaria vs quota di depositi (2005–2023)

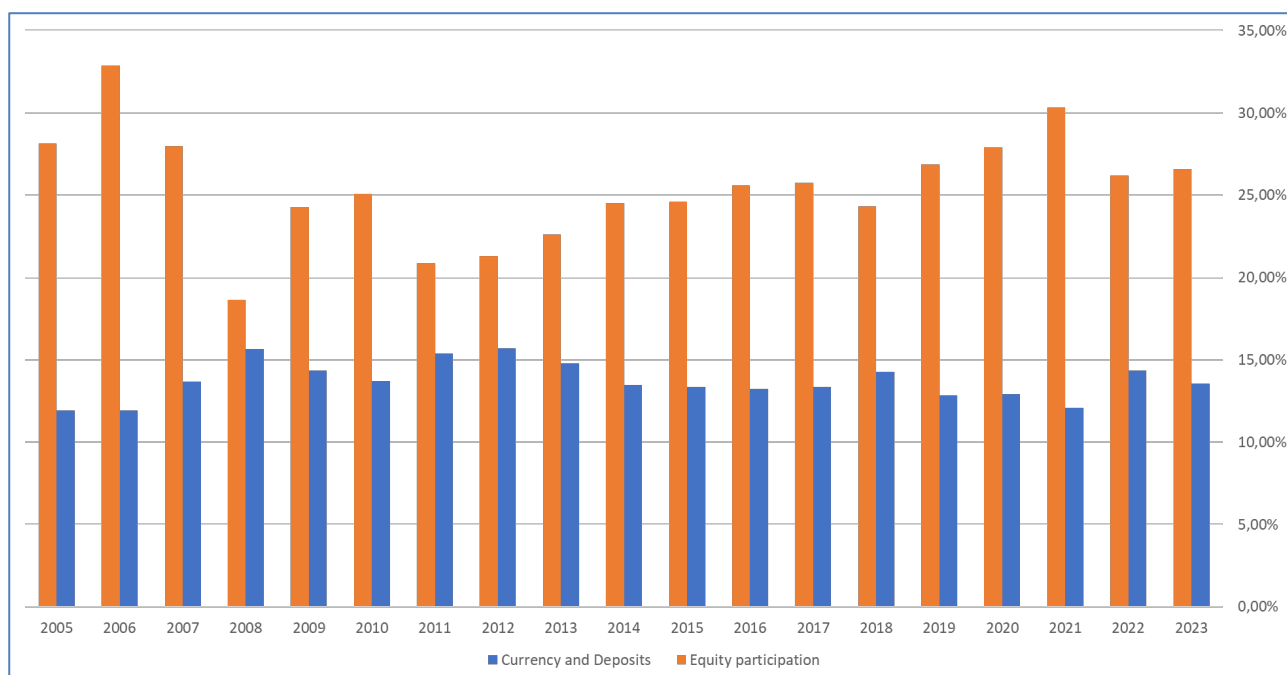


Figura 14 – Elaborazioni degli autori su dati SCB - Allocazione di portafoglio in Svezia

La **Figura 15** scompone la composizione delle posizioni azionarie delle famiglie svedesi, evidenziando il ruolo dei diversi veicoli di investimento utilizzati:

Figura 15: Composizione delle posizioni azionarie delle famiglie svedesi (2005–2023)

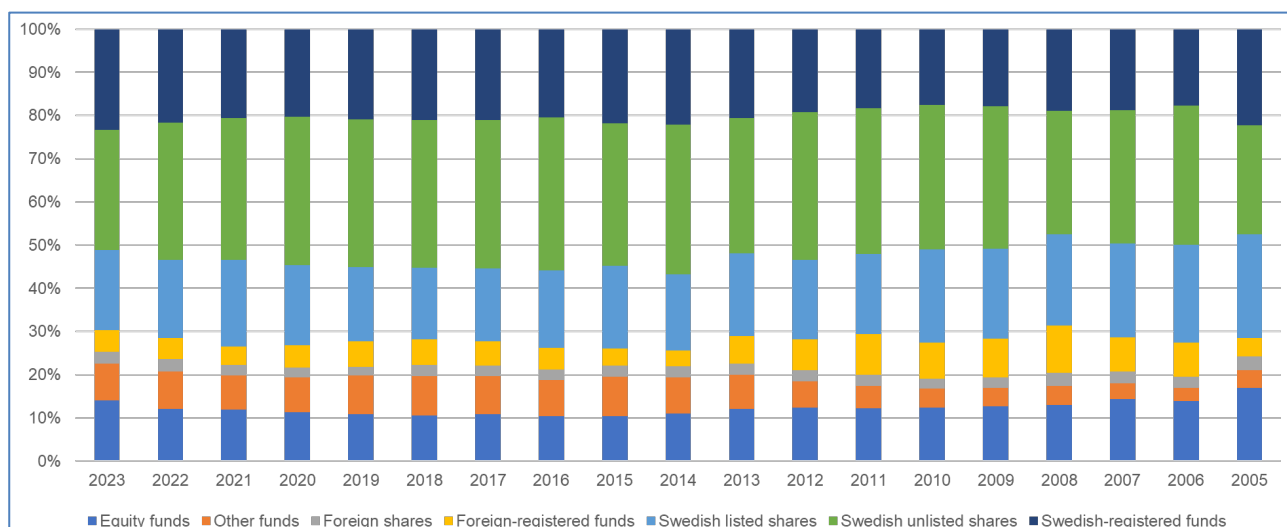


Figura 15 – Elaborazioni degli autori su dati SCB - Composizione azionaria in Svezia

La scomposizione di dettaglio distingue fra: fondi azionari (fondi comuni di diritto svedese a vocazione azionaria); altri fondi (multi-asset, obbligazionari, fondi di investimento alternativi); azioni estere (detenzioni dirette di titoli non svedesi); fondi esteri (fondi comuni domiciliati al di fuori della Svezia); azioni svedesi quotate (detenzioni dirette in società quotate svedesi); azioni svedesi non quotate (detenzioni dirette in società non quotate svedesi, spesso a controllo familiare); fondi svedesi (tutti i fondi comuni di diritto svedese).

Tale diversità di veicoli illustra la sofisticazione dell'investimento azionario delle famiglie svedesi, che ricorrono a canali eterogenei in funzione di obiettivi, orizzonte temporale e tolleranza al rischio, accedendo sia ai mercati domestici sia a quelli internazionali e bilanciando gestione attiva e passiva.

Fondamenti istituzionali e culturali della cultura azionaria svedese. L'elevata e stabile partecipazione azionaria svedese riflette molteplici fattori complementari di natura istituzionale, culturale ed educativa.

1. Investment Savings Accounts (Investeringssparkonto - ISK):

Introdotti nel 2012, gli ISK hanno rivoluzionato l'investimento delle famiglie svedesi semplificando radicalmente la tassazione dei rendimenti degli investimenti. Nella struttura ISK, gli investitori pagano un'imposta annua forfettaria basata sul valore del conto e su un rendimento standardizzato (legato al tasso ufficiale della banca centrale svedese), anziché pagare l'imposta sulle plusvalenze sui guadagni effettivamente realizzati.

La struttura forfettaria offre diversi vantaggi: *semplicità* (gli investitori non devono calcolare guadagni e perdite individuali, né tenere registrazioni complesse delle transazioni); *efficienza fiscale* (in contesti di rendimenti modesti, il rendimento standardizzato può risultare inferiore a quello effettivo, generando vantaggi fiscali); *incentivo alla detenzione di lungo periodo* (poiché l'imposta è calcolata sul valore del conto anziché sui guadagni realizzati, non vi è penalità fiscale per mantenere le posizioni vincenti); *riduzione delle distorsioni* di convenienza pratica (l'eliminazione dell'imposta sulle plusvalenze al realizzo riduce il "disposition effect", ossia la tendenza a vendere troppo presto le posizioni vincenti e a mantenere troppo a lungo quelle perdenti).

L'adozione degli ISK è stata rapida e capillare, con milioni di famiglie svedesi che hanno aperto conti. Il successo dimostra come strumenti correttamente progettati possano modificare significativamente i comportamenti delle famiglie e accrescere la partecipazione al mercato dei capitali (Vestman, 2019).

2. Sistema della Premium Pension (Premiepensionssystemet):

Il sistema pensionistico svedese include una componente obbligatoria a contribuzione definita (la Premium Pension) in cui i lavoratori allocano il 2,5% del salario in conti di investimento individuali. I lavoratori scelgono fra centinaia di fondi comuni, con un'opzione di default (AP7 Sâfa) per coloro che non effettuano scelte attive (Catherine, 2022).

Tale sistema genera diversi effetti: *esposizione azionaria universale* (tutti i lavoratori svedesi accumulano esposizione azionaria attraverso la Premium Pension, costruendo familiarità e dimestichezza con l'investimento azionario); *educazione finanziaria* (la necessità di operare scelte di investimento previdenziale incoraggia la cultura finanziaria e la comprensione dei concetti di investimento); *normalizzazione dell'investimento azionario* (quando l'investimento in azioni è una componente universale e obbligatoria del sistema pensionistico, diventa norma anziché essere percepito come rischioso o inusuale).

3. Elevata cultura finanziaria:

Le rilevazioni internazionali mostrano sistematicamente livelli di cultura finanziaria elevati fra le famiglie svedesi rispetto agli standard internazionali. Il sistema scolastico include educazione finanziaria nei programmi e diverse organizzazioni promuovono campagne di sensibilizzazione lungo l'intero arco di vita.

Un'elevata cultura finanziaria consente alle famiglie di comprendere i trade-off rischio/rendimento, i benefici della diversificazione e l'importanza dell'orizzonte di lungo periodo, tutti elementi critici per mantenere le allocazioni azionarie durante le fasi di stress di mercato (von Gaudecker, 2015; Fagereng et al., 2017).

4. Fattori culturali e norme sociali:

La cultura svedese esibisce un'elevata fiducia nelle istituzioni (incluse quelle finanziarie), una sostanziale accettazione delle dinamiche di mercato e una propensione collettiva al risparmio di lungo periodo. Tali tratti, consolidatisi nel tempo, sostengono comportamenti di investimento coerenti con l'accumulo patrimoniale e la stabilità di mercato.

La trasmissione intergenerazionale svolge anch'essa un ruolo. I figli osservano i comportamenti di investimento dei genitori, discutono di temi finanziari in famiglia e replicano modelli di portafoglio analoghi, generando una persistenza istituzionale di lungo periodo della cultura azionaria che si rafforza nel tempo attraverso le coorti (Black et al., 2018).

5. Mercati dei capitali trasparenti ed efficienti:

I mercati dei capitali svedesi sono ben regolamentati, trasparenti ed efficienti, con elevate tutele degli investitori e bassi livelli di asimmetria informativa. La presenza di numerosi broker online a basso costo, di piattaforme di investimento competitive e di un ecosistema fintech in espansione contribuisce ulteriormente alla riduzione dei costi di accesso.

Perché il modello svedese conta. Sweden's success in maintaining high, stable equity participation offers important lessons for other countries:

Il disegno istituzionale conta. I sistemi ISK e Premium Pension dimostrano che istituzioni ben progettate possono modificare significativamente i comportamenti delle famiglie. La combinazione di semplicità, ampia ammissibilità degli strumenti finanziari e meccanismi efficaci di adesione ha generato una democratizzazione dell'investimento di portata trasformativa.

I fattori culturali integrano le istituzioni. Le sole istituzioni potrebbero tuttavia non bastare. La cultura azionaria svedese riflette decenni di sviluppo, sostenuta da educazione finanziaria, norme sociali e trasmissione intergenerazionale. Le iniziative di policy in altri Paesi dovrebbero accompagnare le riforme strutturali con sforzi sostenuti sul piano educativo e culturale.

La stabilità attraverso le crisi richiede supporti multipli. La capacità delle famiglie svedesi di mantenere allocazioni azionarie in fasi di mercato avverse riflette la combinazione di riserve di liquidità, esposizione universale tramite pensione obbligatoria, cultura finanziaria diffusa e norme sociali di sostegno all'investimento di lungo periodo.

La partecipazione azionaria sostiene la ricchezza delle famiglie. L'esposizione azionaria costante delle famiglie svedesi le pone in condizione di beneficiare dell'apprezzamento di mercato di lungo periodo. Sebbene la volatilità di breve periodo generi disagio, i benefici di accumulo patrimoniale di lungo periodo della partecipazione azionaria sono sostanziali, una lezione rilevante per le famiglie di tutti i Paesi.

1.2.4 Francia: approccio multi-asset equilibrato con prodotti specializzati

I portafogli finanziari delle famiglie francesi esibiscono una strategia di allocazione multi-asset equilibrata, sostenuta da un'ampia gamma di prodotti di risparmio specializzati, riflesso di decenni di sviluppo dei servizi finanziari, di politiche fiscali mirate e di evoluzione delle preferenze. L'analisi dei dati INSEE evidenzia un caso unico in Europa per articolazione dell'offerta e diffusione retail di prodotti specializzati.

La **Figura 16** presenta la composizione e la crescita delle attività finanziarie delle famiglie francesi al 2022:

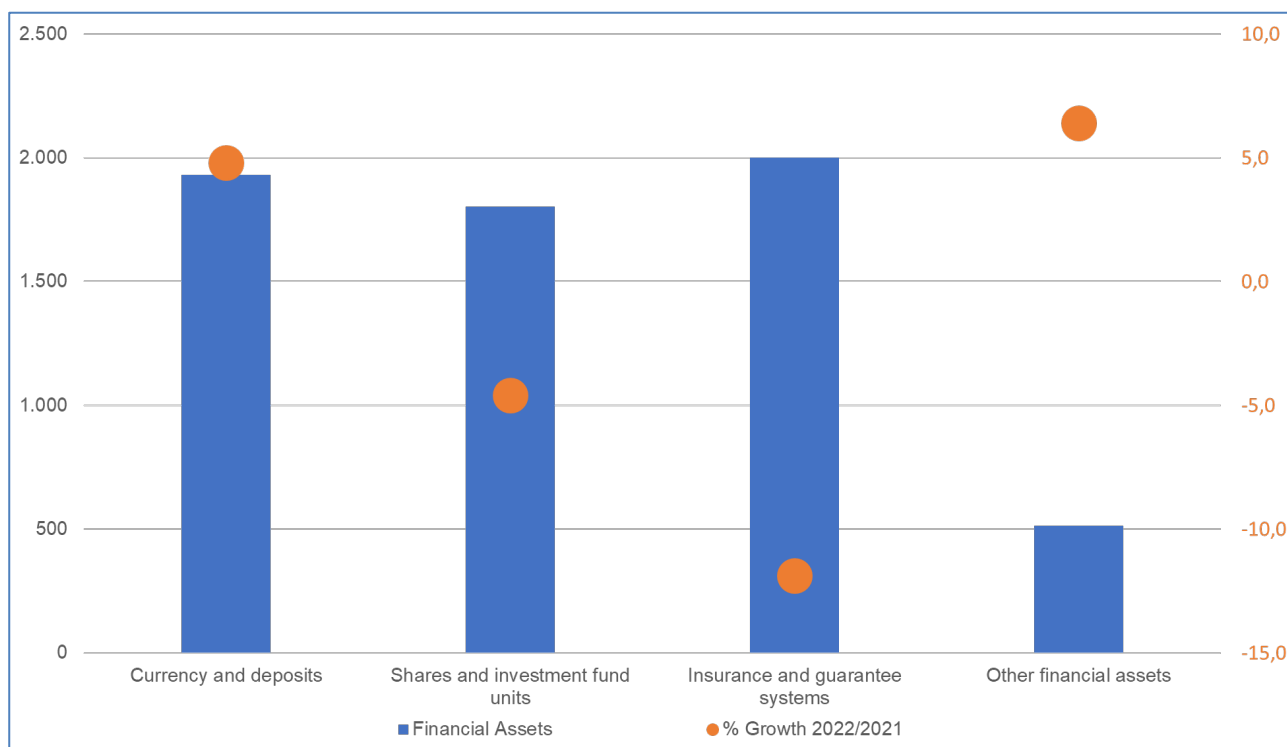
Figura 16: Composizione e crescita delle attività finanziarie delle famiglie francesi (2022)

Figura 16 – Elaborazioni degli autori su dati INSEE - Attività finanziarie in Francia 2022

Il grafico evidenzia quattro grandi categorie con caratteristiche distinte:

1. Moneta e depositi: 1.900 miliardi di euro

Moneta e depositi rappresentano la categoria più ampia, con circa il 30% delle attività finanziarie. La categoria include: conti correnti (comptes courants), utilizzati per le transazioni quotidiane e i pagamenti; libretti di risparmio regolamentati (livrets réglementés), fra cui Livret A, LDDS e LEP, che offrono interessi esenti d'imposta a tassi fissati dal governo; depositi a termine (dépôts à terme), depositi a scadenza fissa con tassi superiori a quelli dei libretti; altri depositi, inclusi conti di risparmio presso banche e casse cooperative.

La categoria ha registrato una crescita del 5,0% nel 2022, riflettendo sia gli incrementi nominali indotti dall'inflazione (al crescere dei prezzi, le famiglie necessitano di più liquidità per le transazioni) sia un comportamento di risparmio precauzionale (l'incertezza sulle condizioni economiche incoraggia l'accumulo di liquidità).

L'elevata allocazione in depositi riflette fattori analoghi a quelli osservati in Italia (avversione al rischio, preferenza per la liquidità, semplicità) ma con quote leggermente inferiori grazie all'esistenza di prodotti di risparmio specializzati che catturano una parte significativa del risparmio retail.

2. Azioni e quote di fondi comuni: 1.800 miliardi di euro

La categoria rappresenta una sostanziale esposizione azionaria, pari a circa il 28% delle attività finanziarie. Include: azioni quotate (actions cotées), detenzioni dirette di società francesi e internazionali quotate; azioni non quotate (actions non cotées), detenzioni dirette di società non quotate, spesso a controllo familiare; fondi UCITS (OPCVM), fondi comuni che offrono esposizione diversificata ad azioni, obbligazioni e altre classi di attività; fondi di investimento alternativi (FIA), inclusi fondi di private equity, fondi immobiliari e hedge fund.

La categoria è calata del 4,5% nel 2022 a causa dei rendimenti azionari negativi. I mercati azionari globali hanno perso circa il 15% nel corso dell'anno, riflettendosi sui portafogli delle famiglie. Il rimbalzo del 2023, non riportato nel grafico, ha tuttavia compensato in larga parte le perdite.

3. Sistemi assicurativi e di garanzia: 2.000 miliardi di euro

I sistemi assicurativi e di garanzia rappresentano la categoria più ampia, con circa il 31% delle attività finanziarie. Tale prevalenza riflette la specificità del mercato francese dell'assicurazione sulla vita (assurance-vie), strumento che combina funzioni di investimento, pianificazione successoria e accumulo previdenziale complementare.

Funzione di investimento. I contratti di assicurazione sulla vita offrono opzioni articolate, dai fondi euro a rendimento garantito (gestiti dall'assicuratore) ai fondi unit-linked, con esposizione ad azioni, obbligazioni, immobiliare e fondi multi-asset, secondo il profilo dell'investitore.

Funzione di pianificazione successoria. I contratti beneficiano di un trattamento fiscale favorevole ai fini delle imposte di successione, con franchigie elevate per i beneficiari designati. Tale architettura ne ha fatto un veicolo elettivo della pianificazione patrimoniale intergenerazionale.

Vantaggi fiscali. I rendimenti maturati all'interno dei contratti crescono in regime di sostanziale neutralità fiscale e i prelievi godono di un trattamento agevolato, in particolare dopo otto anni di detenzione, con esenzione parziale e aliquota ridotta su quote determinate (Guiso, Haliassos e Jappelli, 2003).

La categoria è calata dell'11,5% nel 2022, riflettendo sia perdite di mercato sulle polizze unit-linked (che investono in azioni e obbligazioni) sia riscatti. Il calo è stato più severo rispetto alle posizioni azionarie dirette, suggerendo che le famiglie possono aver riscattato contratti di assicurazione sulla vita per coprire fabbisogni di consumo o per ribilanciare i portafogli.

4. Altre attività finanziarie: 500 miliardi di euro

Questa categoria residuale include obbligazioni, prestiti ad altre famiglie o imprese e ulteriori strumenti, con circa l'8% delle attività finanziarie. La categoria è cresciuta del 6,0% nel 2022, riflettendo potenzialmente l'incremento delle posizioni obbligazionarie al rialzo dei rendimenti.

Partecipazione delle famiglie ai prodotti di risparmio specializzati. La **Figura 17** fornisce ulteriore dettaglio sulle detenzioni delle famiglie nei principali prodotti specializzati:

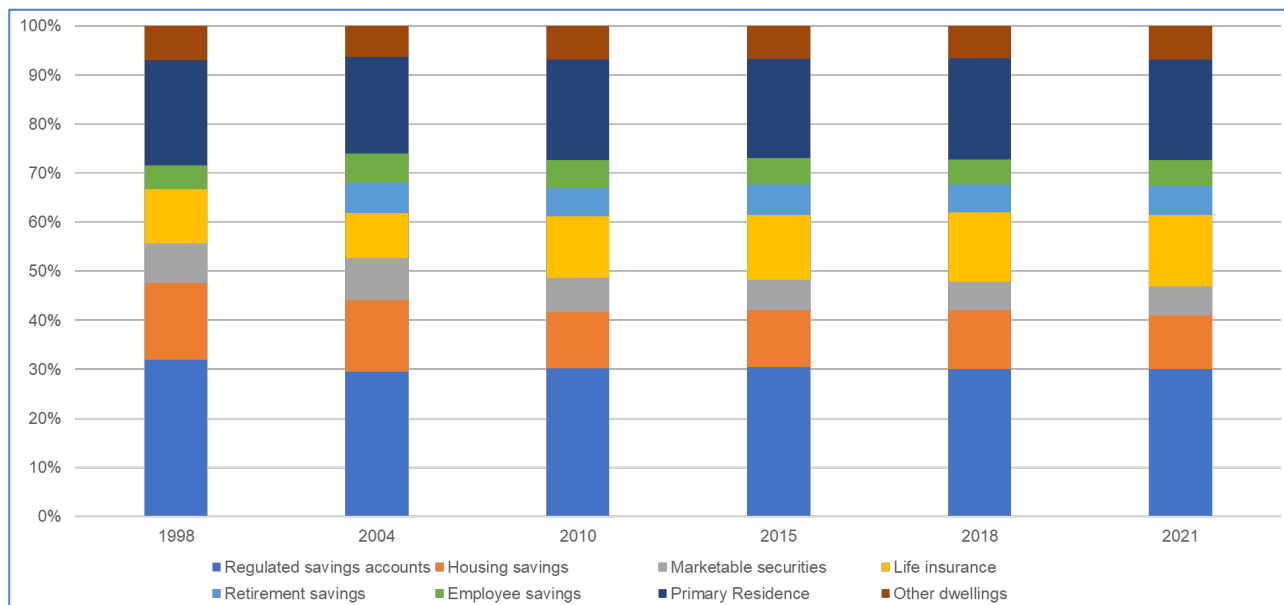
Figura 17: Composizione delle detenzioni di attività delle famiglie in Francia (1998–2021)

Figura 17 – Elaborazioni degli autori su dati INSEE - Detenzioni delle famiglie francesi

I dati evidenziano i tassi di partecipazione ai principali prodotti al 2021:

Libretti di risparmio regolamentati: 84,3% di partecipazione

I libretti di risparmio regolamentati raggiungono una partecipazione quasi universale, segno della loro efficacia quali strumenti accessibili, semplici e a fiscalità agevolata. Comprendono diverse tipologie con caratteristiche specifiche:

Livret A: il libretto regolamentato di riferimento, offre interessi esenti d'imposta con tassi fissati dal governo (3,0% al 2024, aggiornati su base semestrale in funzione di inflazione e tassi interbancari). Il Livret A non prevede restrizioni di età, ha un limite di deposito di 22.950 euro e i fondi possono essere prelevati in qualsiasi momento senza penalità. In Francia sono attivi oltre 55 milioni di Livret A (in un Paese di 67 milioni di abitanti), a dimostrazione di un'adesione pressoché universale.

LDDS (Livret de Développement Durable et Solidaire): analogo al Livret A ma con limite di deposito inferiore (12.000 euro) e finalità di finanziamento a progetti sostenibili e solidali. Il tasso e il trattamento fiscale sono identici a quelli del Livret A. La sua diffusione presso le famiglie francesi è elevata, in particolare quale complemento al Livret A per il risparmio precauzionale di breve e medio periodo.

LEP (Livret d'Épargne Populaire): destinato alle famiglie a basso reddito (in base a soglie reddituali), offre tassi superiori a quelli del Livret A (6,1% al 2024) con un limite di deposito di 10.000 euro. Il LEP fornisce rendimenti particolarmente attrattivi per le famiglie ammissibili, sostenendo l'inclusione finanziaria.

L'adesione quasi universale ai libretti regolamentati testimonia il loro successo nel promuovere accumulo di risparmio fra strati ampi della popolazione, anche fra quelli a reddito modesto. La combinazione di tassi competitivi (in particolare il LEP per le famiglie a basso reddito), esenzione fiscale, liquidità integrale e protezione del capitale fa di tali strumenti il primo livello di un sistema articolato di risparmio retail francese, raramente eguagliato per ampiezza in altri Paesi europei (Kaplan e Violante, 2014).

Risparmio immobiliare: 30,7% di partecipazione

I prodotti di risparmio immobiliare combinano accumulo e tassi agevolati sui mutui, sostenendo gli obiettivi di accesso alla proprietà. Sono articolati in due tipologie principali.

Compatibilità con i mutui ipotecari. I piani PEL/CEL offrono una caratteristica distintiva: l'accumulo di risparmio nel piano consente di ottenere un mutuo a tasso agevolato per l'acquisto della casa, con condizioni stabilite al momento della sottoscrizione del piano. Tale integrazione fra risparmio e credito agevolato sostiene gli obiettivi di accesso alla proprietà della casa, in particolare per gli acquirenti della prima casa, e ha contribuito alla diffusione del modello francese.

CEL (Compte d'Épargne Logement): conto di risparmio immobiliare più flessibile, privo di vincolo di durata minimo o di obblighi di versamento, ma con tassi e diritti al credito meno favorevoli rispetto al PEL.

Il tasso di partecipazione del 30,7% dimostra che i prodotti di risparmio immobiliare canalizzano con successo il risparmio verso obiettivi di accesso alla proprietà. Il tasso di adesione è tuttavia sceso dal 40% degli anni Novanta, riflettendo potenzialmente la ridotta attrattività dovuta al calo dei tassi sui mutui (che ha eroso il valore dei tassi preferenziali) e al deterioramento dell'accessibilità abitativa nelle principali città.

Assicurazione sulla vita: 41,0% di partecipazione

I contratti di assicurazione sulla vita raggiungono una significativa diffusione, confermando il loro successo quale strumento flessibile, a fiscalità agevolata, di accumulo di lungo periodo. Il tasso di adesione del 41,0% corrisponde a circa 27 milioni di famiglie francesi titolari di contratti, per un patrimonio complessivo di 2.000 miliardi di euro (come riportato nella Figura 16): la maggiore scala di un singolo veicolo di risparmio retail in Europa.

L'ampia popolarità dell'assicurazione sulla vita riflette vantaggi molteplici: flessibilità (gli intestatari possono allocare fra fondi euro garantiti e fondi unit-linked secondo profilo di rischio); fiscalità agevolata (regime favorevole su rendimenti e successioni); pianificazione successoria (franchigie elevate per i beneficiari); intermediazione professionale (gestione da parte di compagnie e reti); ampia distribuzione (banche, reti agenziali, broker, piattaforme online).

Il tasso di adesione del 41,0% rivela tuttavia che il 59% delle famiglie non detiene contratti di assicurazione sulla vita, suggerendo spazio per un'ulteriore espansione. Le barriere possono includere la complessità (la comprensione delle diverse opzioni e regole fiscali), i requisiti di investimento minimo e la scarsa consapevolezza presso alcuni segmenti di popolazione.

Risparmio previdenziale: 16,6% di partecipazione

I prodotti di risparmio previdenziale includono sia i piani pensionistici individuali (PER Individuel) sia gli schemi sponsorizzati dal datore di lavoro (PER Collectif). Il tasso di partecipazione relativamente modesto del 16,6% riflette il generoso sistema pensionistico pubblico francese a ripartizione, che fornisce un sostanziale reddito pensionistico e riduce la necessità di accumulo previdenziale privata.

Le riforme pensionistiche pubbliche (innalzamento dell'età pensionabile, riduzione dei tassi di sostituzione) stanno tuttavia gradualmente accrescendo l'importanza del risparmio previdenziale privato. Le riforme recenti hanno semplificato e armonizzato i prodotti di risparmio pensionistico (con la creazione del quadro unificato PER nel 2019), sostenendo potenzialmente un'accresciuta partecipazione negli anni a venire.

Risparmio dipendenti: 14,6% di partecipazione

Gli schemi di risparmio dipendenti includono i piani di partecipazione agli utili (obbligatori per imprese con almeno 50 dipendenti) e i piani di risparmio aziendali (PEE), che consentono ai dipendenti di accumulare risparmio attraverso versamenti agevolati e contributi del datore di lavoro.

Il 14,6% di partecipazione riflette il fatto che tali schemi siano principalmente disponibili presso le imprese di medie e grandi dimensioni. Per i dipendenti coinvolti, essi rappresentano un canale efficace di accumulo con beneficio fiscale e contribuzione datoriale.

Titoli negoziabili: 16,9% di partecipazione

Le detenzioni dirette di titoli negoziabili (azioni, obbligazioni e altri strumenti scambiati al di fuori dei veicoli specializzati) mostrano un tasso di partecipazione del 16,9%, sensibilmente inferiore a quello dei libretti regolamentati (84,3%) o dell'assicurazione sulla vita (41,0%). Questo andamento suggerisce che la maggior parte delle famiglie francesi preferisca accedere ai mercati finanziari attraverso prodotti specializzati (assicurazione sulla vita, fondi comuni, risparmio dipendenti) anziché tramite detenzioni dirette.

La relativamente bassa partecipazione diretta può essere attribuita a diversi fattori: *complessità* (l'investimento diretto in titoli richiede comprensione dei mercati, delle valutazioni e della costruzione di portafoglio); *maggiore efficienza fiscale delle alternative* (assicurazione sulla vita e schemi di risparmio dipendenti offrono trattamenti più favorevoli rispetto alla detenzione diretta); *soglie minime di investimento* (la costruzione di un portafoglio diversificato di titoli singoli richiede capitali sostanziali); *barriere pratiche* (l'investimento diretto richiede decisioni attive e monitoraggio continuo, mentre i prodotti specializzati offrono gestione professionale).

1.2.5 Analisi comparata: cosa determina le differenze di portafoglio?

Il confronto della composizione delle attività finanziarie nei quattro Paesi rivela un'eterogeneità significativa, riflesso di quadri istituzionali, scelte di policy, condizioni di mercato e fattori culturali. La Tabella 2 sintetizza il quadro, mentre i paragrafi successivi ne identificano i principali fattori esplicativi.

Tabella 2: Confronto della composizione delle attività finanziarie (quote approssimative)

Depositi	Italia	Regno Unito	Svezia	Francia
Titoli di debito	24–32%	23–34%	12–16%	31%
Azioni (dirette + fondi)	4–21%	Basso	Basso	8%
Assicurazione e pensioni	27–42%	13–15%	12–23% (solo dirette)	29%
Altro	15–23%	48–60%	Rilevante	32%
Depositi	2–4%	2–4%	Variabile	8%

Tabella 2 – Elaborazioni degli autori su dati Istat, Banca d'Italia, ONS, INSEE e SCB

Principali fattori di variazione:

1. Architettura del sistema pensionistico:

L'elevata quota britannica di assicurazione e previdenza (48–60%) riflette il sistema pensionistico a tre pilastri con sostanziale accumulo di previdenza privata. La quota intermedia francese (32%) riflette un equilibrio fra pensioni pubbliche generose e crescente partecipazione alla previdenza privata. La quota inferiore italiana (15–23%) riflette il sistema pensionistico pubblico a ripartizione con limitata adozione della previdenza privata. Il sistema pensionistico svedese include sia componenti pubbliche sia private, con la Premium Pension che crea esposizione azionaria universale.

Il meccanismo agisce su più canali: l'adesione obbligatoria o automatica produce un risparmio forzato; gli incentivi fiscali rendono il risparmio pensionistico più vantaggioso rispetto ad altre forme di accumulo; la gestione professionale orienta i flussi verso azioni e obbligazioni; l'esperienza pluridecennale diffonde, infine, cultura finanziaria e familiarità con i mercati dei capitali.

2. Politica fiscale e struttura degli incentivi:

Il trattamento fiscale delle diverse classi di attività incide in misura determinante sull'allocazione di portafoglio. Il sistema ISA del Regno Unito offre opportunità di risparmio in esenzione d'imposta, sostenendo l'accumulo finanziario delle famiglie. L'ISK svedese persegue analoghi obiettivi attraverso un differente modello di tassazione. In Francia, assicurazione sulla vita e libretti regolamentati godono di regimi agevolati che attraggono flussi di risparmio rilevanti.

L'efficacia degli incentivi fiscali dipende in misura cruciale dal disegno dello strumento: la semplicità (regole complesse ne riducono l'adozione), la generosità (benefici fiscali modesti possono non modificare i comportamenti) e la stabilità (revisioni frequenti generano incertezza). Il successo dell'ISK svedese dimostra l'efficacia della semplificazione; la longevità dell'ISA britannico (in vigore dal 1999) conferma l'importanza della stabilità nel tempo.

3. Cultura finanziaria ed educazione degli investitori:

L'elevata cultura finanziaria delle famiglie svedesi sostiene la partecipazione azionaria e una gestione sofisticata del portafoglio. Le famiglie britanniche beneficiano di estese iniziative di educazione finanziaria e di formazione sui fondi pensione aziendali. Le famiglie italiane e francesi, con una cultura finanziaria media inferiore, mostrano allocazioni di portafoglio più conservative e una maggiore dipendenza da depositi e prodotti a rendimento garantito.

La cultura finanziaria opera attraverso molteplici meccanismi: la comprensione dei trade-off rischio-rendimento consente un'assunzione di rischi appropriata, la conoscenza dei benefici della diversificazione incoraggia un'allocazione di portafoglio più ampia, e la fiducia nelle decisioni finanziarie riduce la dipendenza da opzioni di default o dall'inerzia. I Paesi che intendono migliorare gli esiti di portafoglio delle famiglie dovrebbero investire in educazione finanziaria, in particolare per i giovani prima che le abitudini finanziarie si radichino (Lusardi et al., 2017; von Gaudecker, 2015).

4. Struttura del settore finanziario e concorrenza:

Il settore dei servizi finanziari britannico, contraddistinto da un elevato grado di concorrenza e da un'offerta articolata, propone prodotti diversificati a condizioni competitive, sostenendo l'accumulo finanziario delle famiglie. La Svezia presenta un quadro analogo, con un'ampia diffusione di broker online a basso costo. Italia e Francia, pur disponendo di settori finanziari sviluppati, registrano una minore intensità concorrenziale in alcuni segmenti retail, con effetti su prezzi e qualità del servizio.

La concorrenza nel settore finanziario produce effetti positivi sugli esiti patrimoniali delle famiglie attraverso più canali: commissioni più basse si traducono in maggiori rendimenti netti; l'innovazione di prodotto consente soluzioni più aderenti ai fabbisogni delle famiglie; la pressione competitiva sui clienti incentiva miglioramenti qualitativi nella consulenza e nei servizi. Politiche regolatorie che ne promuovano lo sviluppo, mantenendo al contempo adeguate tutele del consumatore, possono migliorare i risultati finanziari complessivi delle famiglie.

5. Fattori culturali ed esperienze storiche:

La propensione al rischio, la fiducia nelle istituzioni finanziarie e i modelli di trasmissione intergenerazionale variano fra Paesi e si rivelano notevolmente persistenti. L'accettazione svedese della partecipazione al mercato azionario, la preferenza storica delle famiglie italiane per le attività tangibili a seguito di crisi bancarie, la familiarità delle famiglie britanniche con l'intermediazione dei fondi pensione, e l'attaccamento delle famiglie francesi all'immobiliare modellano tutte l'allocazione di portafoglio in modi che trascendono i fattori puramente economici (Guiso et al., 2008).

Le esperienze storiche generano memorie collettive che modellano la percezione del rischio attraverso le generazioni. L'esperienza italiana di crisi bancarie negli anni Novanta e Duemila, quella britannica di fallimenti di fondi pensione, quella svedese di successo nell'investimento azionario e quella francese di stabilità dei valori immobiliari influenzano tutte i comportamenti correnti.

I fattori culturali agiscono su più piani: l'influenza dei genitori sui comportamenti finanziari dei figli, le norme sociali in materia di gestione del patrimonio, le memorie collettive di eventi storici rilevanti. Pur modificandosi con lentezza, possono essere progressivamente plasmati attraverso interventi di policy sostenuti, iniziative di educazione finanziaria e l'accumulo di esperienze positive con i mercati finanziari.

1.3 Tendenze della partecipazione al mercato azionario

La partecipazione al mercato azionario, intesa come misura della quota di ricchezza che le famiglie allocano in strumenti azionari, rappresenta una dimensione cruciale del comportamento finanziario delle famiglie, con implicazioni profonde per l'accumulo patrimoniale, la disuguaglianza e lo sviluppo dei mercati dei capitali. La presente sezione analizza le tendenze della partecipazione azionaria nei tre Paesi con dati dettagliati (Italia, Regno Unito, Svezia), esplorando la sensibilità alle crisi, le traiettorie di ripresa e i determinanti istituzionali della resilienza.

1.3.1 Italia: andamento a V e vulnerabilità nelle crisi

La partecipazione delle famiglie italiane al mercato azionario ha registrato una drammatica volatilità nel periodo 2005–2023, con un pronunciato andamento a V che evidenzia tanto la vulnerabilità alle crisi quanto la capacità di recupero post-pandemica. Tale traiettoria offre un caso di studio rilevante per comprendere i meccanismi di adattamento delle famiglie in contesti di stress finanziario.

Il crollo indotto dalle crisi. Come documentato nelle Figure 6 e 7, la partecipazione azionaria delle famiglie italiane (misurata come quota di attività finanziarie allocate in strumenti azionari, incluse detenzioni dirette e fondi comuni) è scesa drasticamente dal 40% circa del 2006 al 27% del 2011, con un crollo di 13 punti percentuali che rappresenta una flessione del 33% dell'esposizione azionaria (Campbell et al., 2007; Calvet e Sodini, 2014).

Tale ritiro drammatico riflette molteplici fattori che hanno operato in modo concomitante:

Perdite di valutazione. I mercati azionari italiani hanno subito flessioni severe durante la crisi finanziaria del 2008 e quella del debito sovrano del 2011–2012. L'indice FTSE MIB è sceso da oltre 40.000 punti nel 2007 a meno di 15.000 nel 2012, con un calo superiore al 60% che ha eroso pesantemente i portafogli azionari delle famiglie. Le banche italiane, che pesavano per una quota rilevante dell'indice, sono state colpite con particolare durezza dalle preoccupazioni connesse all'esposizione al debito sovrano, ai crediti deteriorati e all'adeguatezza patrimoniale.

Riduzione attiva del rischio. Al di là degli effetti passivi di valutazione, le famiglie italiane hanno attivamente ridotto l'esposizione azionaria attraverso vendite nette. I riscatti di fondi comuni si sono impennati durante le fasi di crisi, e le famiglie hanno venduto detenzioni dirette di azioni per spostarsi verso la sicurezza percepita. Tale riallocazione attiva ha amplificato il declino indotto dalle valutazioni.

Perdita di fiducia. La severità e la durata delle crisi hanno eroso la fiducia delle famiglie nei mercati azionari. Molte famiglie italiane hanno vissuto in prima persona perdite significative e hanno sviluppato un'avversione di lungo periodo, con implicazioni persistenti sulle scelte successive.

Esigenze di liquidità. Le recessioni economiche che hanno accompagnato le crisi finanziaria e del debito sovrano hanno generato disoccupazione, perdite di reddito e stress finanziari per molte famiglie. Alcune vendite di azioni hanno riflesso una liquidazione forzata per soddisfare esigenze di consumo piuttosto che una riallocazione volontaria di portafoglio, creando un'ulteriore pressione al ribasso sulla partecipazione.

Effetti generazionali. Le famiglie italiane più anziane, che detenevano posizioni azionarie significative accumulate negli anni Novanta e Duemila, hanno sperimentato le perdite più severe e sono state più riluttanti a tornare sul mercato, generando un effetto persistente sull'allocazione complessiva.

Perché il crollo conta. La flessione di 13 punti percentuali nella partecipazione azionaria ha generato sostanziali costi opportunità per le famiglie italiane. Coloro che hanno venduto le posizioni azionarie durante la crisi hanno mancato la successiva ripresa, che ha visto il FTSE MIB salire da meno di 15.000 punti nel 2012 a oltre 28.000 entro il 2023, un incremento dell'87%.

Si consideri una famiglia con 100.000 euro di attività finanziarie nel 2006, allocate al 40% in azioni (40.000 euro). Se avesse ridotto l'allocazione azionaria al 27% entro il 2011 (27.000 euro, ipotizzando assenza di variazioni di valutazione per semplicità), avrebbe venduto 13.000 euro in azioni. Se tali 13.000 euro fossero rimasti investiti e si fossero apprezzati dell'87% entro il 2023, sarebbero cresciuti fino a 24.310 euro, un'opportunità mancata di 11.310 euro, pari all'11,3% della ricchezza finanziaria iniziale.

Tale calcolo sottostima il vero costo opportunità, in quanto ignora gli effetti di capitalizzazione composta dei dividendi e dei versamenti aggiuntivi nell'arco dei 12 anni. Il vero costo opportunità per le famiglie che si sono ritirate dal mercato azionario durante la crisi ha probabilmente superato il 20–30% della ricchezza finanziaria, una sostanziale penalizzazione per l'avversione al rischio indotta dalla crisi.

La ripresa e i suoi fattori. La fase di ripresa è iniziata nel 2012 e ha accelerato dopo il 2019, con tassi di partecipazione che hanno raggiunto il 42% entro il 2023, ritornando pienamente ai livelli pre-crisi e superando leggermente il picco del 2006. Tale ripresa rappresenta una notevole trasformazione che riflette molteplici fattori:

Apprezzamento di mercato. La robusta performance dei mercati azionari mondiali negli anni 2010, in particolare il rally successivo al 2016 e l'eccezionale ripresa del 2020–2021, ha incrementato il valore delle posizioni esistenti. Il FTSE MIB ha superato quota 28.000 nel 2024, dopo essere stato sotto i 12.000 al minimo del 2012.

Spostamenti generazionali. Le famiglie italiane più giovani, in fase di accumulo patrimoniale, esprimono preferenze diverse dalle generazioni precedenti. Cresciute con servizi finanziari digitali, piattaforme di trading online e maggiore esposizione a opportunità di investimento globali, esibiscono una propensione superiore all'investimento azionario. Man mano che le coorti più giovani accumulano patrimonio, esse incrementano la partecipazione azionaria aggregata (Black et al., 2018).

Cambiamenti istituzionali e di policy. Le riforme pensionistiche italiane hanno gradualmente accresciuto la rilevanza dei fondi pensione complementari, indirizzando il risparmio verso attività finanziarie incluse quelle azionarie. L'introduzione dei PIR nel 2017 ha aggiunto, sia pure con esiti modesti, un ulteriore canale di partecipazione retail al mercato dei capitali domestico (Daminato et al., 2024).

Ambiente di tassi bassi. La politica monetaria accomodante della BCE negli anni Dieci ha compresso i rendimenti dei veicoli di risparmio tradizionali (depositi, BTP), spingendo le famiglie verso alternative a maggior rendimento, fra cui prodotti azionari e fondi multi-asset. Il prolungato regime di tassi prossimi allo zero ha generato pressioni strutturali a favore dell'assunzione di rischi.

Risparmio pandemico e performance di mercato. La pandemia di COVID-19 ha generato risparmio forzato (per le restrizioni ai consumi) e risparmio precauzionale (per l'incertezza). Con la robusta ripresa dei mercati nel 2020–2021, parte di tale risparmio è confluita in azioni, sostenendo la crescita della partecipazione.

Il test di resilienza. Va notato che la pandemia di COVID-19 non ha innescato un ritiro duraturo dai mercati azionari, a differenza delle crisi precedenti. I tassi di partecipazione sono rimasti stabili o sono cresciuti nel periodo 2020–2023, indicando o una maggiore resilienza nella tolleranza al rischio delle famiglie o l'influenza degli investitori più giovani, maggiormente orientati all'azionario, che sono entrati nel mercato.

Tale resilienza può riflettere diversi fattori:

Apprendimento dalle crisi passate. Le famiglie che hanno mantenuto l'esposizione azionaria attraverso le crisi precedenti e ne hanno beneficiato nelle riprese hanno acquisito una maggiore tolleranza alla volatilità e una più matura prospettiva di lungo periodo, riducendo la propensione al panic selling.

Natura diversa della crisi. La crisi pandemica, pur severa, è stata percepita come temporanea (causata da un'emergenza sanitaria, non da fragilità strutturali del sistema finanziario o sovrano), favorendo una maggiore propensione a mantenere le posizioni in attesa della ripresa.

Sostegno di policy. Le massicce politiche fiscali e monetarie di sostegno hanno rassicurato gli investitori sul fatto che le autorità avrebbero prevenuto un collasso economico, riducendo la pressione a vendere e sostenendo la fiducia nei mercati.

Piattaforme retail. La diffusione di piattaforme di trading online e di comunità di investimento sui social media ha incoraggiato la partecipazione azionaria, in particolare fra gli investitori più giovani e tecnologicamente abili, generando un'ondata di nuove aperture di conti durante la pandemia.

1.3.2 Regno Unito: volatilità ciclica ed effetti della Brexit

La partecipazione del Regno Unito al mercato azionario ha mostrato andamenti ciclici nel periodo 2005–2024, con tre fasi distinte che riflettono l'influenza di shock macroeconomici, politici e regolamentari di rilievo.

Fase 1 (2005–2010): crisi finanziaria e rapida ripresa

Come illustrato nella **Figura 10**, i tassi di partecipazione azionaria nel Regno Unito si sono mantenuti relativamente stabili al 15,2–15,4% nel 2005–2007, sono brevemente scesi al 13,5% nel 2008 durante la crisi finanziaria e sono risaliti al 15,4% entro il 2010.

Questo andamento rivela diverse caratteristiche:

Impatto limitato della crisi. la flessione di 1,9 punti percentuali durante la crisi finanziaria è stata significativa ma modesta rispetto al crollo italiano di 13 punti. Le famiglie britanniche hanno mostrato una maggiore resilienza, mantenendo l'esposizione azionaria nonostante la severa volatilità di mercato.

Rapida ripresa. il ritorno ai livelli pre-crisi entro il 2010 è stato notevolmente rapido, suggerendo che le famiglie britanniche hanno mantenuto la fiducia nei mercati azionari nonostante le perdite, ed evitato la lunga avversione che ha caratterizzato il caso italiano.

Effetto ammortizzatore istituzionale. Il sistema pensionistico britannico ha probabilmente attenuato i comportamenti delle famiglie. Gran parte dell'esposizione azionaria britannica avviene attraverso i fondi pensione, dove i gestori professionali mantengono strategie di lungo periodo e le singole famiglie non possono facilmente operare panic selling. Tale intermediazione istituzionale può avere impedito il panic selling osservato in Italia (Giannetti e Laeven, 2009; Gomes e Michaelides, 2005).

Fase 2 (2011–2020): prolungato declino durante l'incertezza Brexit

La seconda fase ha visto un declino prolungato dei tassi di partecipazione dal 15,4% nel 2010 al 13,0% entro il 2020, con una flessione di 2,4 punti percentuali in un decennio. Tale graduale erosione riflette molteplici fattori sovrapposti.

Crisi del debito sovrano europeo: la crisi 2011–2012 ha creato incertezza sulla sopravvivenza dell'euro e sulle prospettive economiche europee, riducendo la propensione delle famiglie britanniche all'esposizione azionaria continentale, sebbene il Regno Unito non fosse parte dell'eurozona.

Referendum Brexit e conseguenze: il referendum del giugno 2016 e la successiva incertezza politica (2016–2019) hanno generato sostanziale incertezza economica, deprezzato la sterlina e indotto cautela negli investimenti azionari, in particolare nei segmenti domestici delle mid e small cap, percepiti come più esposti al rischio post-Brexit.

Modifiche al sistema pensionistico. le riforme di flessibilità pensionistica del 2015, che hanno conferito ai singoli maggiore flessibilità di accesso ai fondi a contribuzione definita, hanno potuto innescare deflussi da fondi pensione con esposizione azionaria, con conseguenze sulla partecipazione complessiva delle famiglie (Cocco, 2005).

Fattori demografici. la popolazione britannica include un numero crescente di pensionati che naturalmente riducono l'esposizione azionaria, spostandosi su strategie di decumulo e generazione di reddito. Tale cambiamento demografico esercita una pressione strutturale al ribasso sulla partecipazione.

Perché il declino dell'era Brexit conta:

Il prolungato declino del 2011–2020 ha creato costi opportunità per le famiglie britanniche. Coloro che hanno ridotto l'esposizione azionaria hanno mancato l'apprezzamento dei mercati azionari globali in tale periodo, in particolare la robusta performance dei mercati statunitensi e asiatici. Sebbene le azioni britanniche abbiano sottoperformato per l'incertezza Brexit, portafogli globalmente diversificati hanno comunque generato rendimenti sostanziali.

Il declino solleva inoltre interrogativi sull'efficacia dell'adesione automatica ai fondi pensione aziendali, che è stata introdotta nel 2012 e che avrebbe dovuto accrescere la partecipazione azionaria. Il fatto che la partecipazione sia comunque diminuita nonostante l'adesione automatica suggerisce che altri fattori (incertezza Brexit, spostamenti demografici, riforme di flessibilità pensionistica) abbiano generato effetti compensativi.

Fase 3 (2021–2024): robusta ripresa post-pandemica

La terza fase ha registrato una significativa ripresa, con tassi di partecipazione cresciuti dal 13,0% nel 2020 al 15,4% nel 2024, con guadagno di 2,4 punti percentuali in appena quattro anni e pieno recupero del declino dell'era Brexit.

Tale rimbalzo coincide con diversi fattori:

Ripresa economica post-pandemica. la robusta ripresa, sostenuta da consistenti stimoli fiscali e monetari, ha rinnovato la fiducia degli investitori e incoraggiato l'esposizione azionaria. Il PIL britannico è tornato sopra i livelli pre-pandemici entro la fine del 2021.

Robusta performance dei mercati azionari. i mercati azionari mondiali hanno registrato risultati robusti nel 2020–2021, con l'MSCI World in crescita di oltre il 40% rispetto ai minimi pandemici, generando guadagni di valutazione che hanno meccanicamente accresciuto la quota azionaria nei portafogli.

Risoluzione della Brexit. L'uscita formale del Regno Unito dall'UE nel gennaio 2020 e il successivo accordo commerciale hanno risolto una parte significativa dell'incertezza politica, sostenendo la fiducia degli investitori e contribuendo al recupero della partecipazione azionaria nelle fasi successive. Le residue incertezze sui rapporti commerciali e regolamentari sono rimaste, ma su scala più contenuta rispetto al periodo del referendum.

Maturazione dell'adesione automatica. La politica di adesione automatica, introdotta nel 2012, ha avuto tempo per maturare e accumulare patrimoni sostanziali. I lavoratori automaticamente iscritti nel 2012 hanno ora accumulato 12 anni di contribuzioni e rendimenti, aumentando l'esposizione azionaria aggregata.

1.3.3 Svezia: notevole stabilità e fondamenta istituzionali

La partecipazione delle famiglie svedesi al mercato azionario mostra una notevole stabilità e resilienza nel confronto con Italia e Regno Unito, con detenzioni dirette di azioni che hanno oscillato fra il 7,8% e

il 23% nel periodo 2005–2023 con minima sensibilità alle crisi. Questo modello riflette quadri istituzionali, fattori culturali e scelte di policy che sostengono l'investimento azionario di lungo periodo.

Limitata sensibilità alle crisi.

Come evidenziato nelle **Figure 13 e 14**, la partecipazione azionaria svedese ha mostrato un calo minimo durante la crisi finanziaria del 2008 e quella del debito sovrano del 2011–2012. I tassi di partecipazione si sono mantenuti sopra l'11% nell'intero periodo, con il minimo del 2008 attorno all'11% che rappresenta soltanto un modesto declino dal picco del 16,5% del 2006.

Tale resilienza contrasta nettamente con l'Italia (in cui la partecipazione è crollata dal 40% al 27%) e con il Regno Unito (in cui è scesa dal 15,4% al 13,5%). Diversi fattori spiegano la resilienza svedese:

Cultura dell'investimento di lungo periodo: le famiglie svedesi mantengono prospettive di investimento di lungo periodo ed evitano il panic selling durante le fasi di stress di mercato. Tale disciplina riflette cultura finanziaria, fattori culturali e quadri istituzionali che incoraggiano il pensiero di lungo periodo (Vestman, 2019; Catherine, 2022).

Cuscinetto di risparmio liquido: la **Figura 13** mostra che il risparmio liquido ha rappresentato in modo costante il 35–44% dei portafogli finanziari delle famiglie, fornendo un sostanziale cuscinetto. Le famiglie possono attingere al risparmio liquido per esigenze di consumo durante le crisi anziché liquidare posizioni azionarie a prezzi depressi, mantenendo così le posizioni azionarie attraverso le fasi di flessione di mercato.

Quadri istituzionali. Il sistema della Premium Pension crea esposizione azionaria universale attraverso contribuzioni obbligatorie, normalizzando l'investimento azionario e generando automaticamente acquisti durante le fasi di flessione (i versamenti proseguono indipendentemente dalle condizioni di mercato). La struttura fiscale dell'ISK elimina inoltre l'imposta sulle plusvalenze al realizzo, riducendo gli incentivi a vendere nelle fasi di ribasso.

Cultura finanziaria: l'elevata cultura finanziaria consente alle famiglie svedesi di comprendere che la volatilità di mercato è normale e che l'esposizione azionaria di lungo periodo è premiata, riducendo la propensione a reazioni emotive di breve termine.

Variazione ciclica senza trend.

I dati mostrano oscillazioni cicliche attorno a una media stabile, anziché un chiaro trend ascendente o discendente. La partecipazione ha toccato un picco al 16,5% nel 2006 e un secondo al 14,5% nel 2021, con minimi attorno al 9–11% nel 2008 e nel 2011. Questo andamento suggerisce che le famiglie svedesi adattano l'esposizione azionaria in risposta alle condizioni di mercato, ma mantengono un'allocazione strutturale agli strumenti azionari.

L'andamento ciclico può riflettere:

Riequilibrio guidato dalle valutazioni: le famiglie svedesi possono praticare un riequilibrio disciplinato, riducendo l'esposizione azionaria dopo forti apprezzamenti (per riportare l'allocazione al target) e incrementandola dopo le flessioni (per riportare l'allocazione al target da posizioni inferiori al target) (Fagereng et al., 2017).

Effetti di ciclo di vita: al crescere dell'età, le famiglie naturalmente riducono l'esposizione azionaria e accrescono quella in attività più sicure. L'andamento ciclico può rispecchiare la composizione di coorte e le transizioni di età lungo il periodo considerato.

Tentativi di market timing: alcune famiglie svedesi possono tentare il market timing, incrementando l'esposizione quando attendono apprezzamento e riducendola in attesa di flessione. Pur con esiti

generalmente non favorevoli, tali tentativi possono generare un'ulteriore oscillazione ciclica complessiva.

Perché la stabilità svedese conta.

La stabilità della partecipazione azionaria svedese attraverso molteplici crisi dimostra che quadri istituzionali e fattori culturali possono sostenere un comportamento finanziario delle famiglie a beneficio dell'accumulo patrimoniale, della stabilità di mercato e dello sviluppo dei mercati dei capitali.

Migliori esiti patrimoniali il mantenimento dell'esposizione azionaria attraverso le crisi consente alle famiglie svedesi di beneficiare delle successive riprese, generando rendimenti di lungo periodo superiori rispetto a famiglie che si ritirano nei momenti peggiori.

Stabilità dei mercati finanziari una partecipazione stabile delle famiglie favorisce la stabilità dei mercati riducendo i comportamenti pro-ciclici. Quando le famiglie evitano il panic selling, gli spread bid-ask rimangono contenuti, la volatilità si attenua e l'allocazione del capitale risulta più efficiente.

Sviluppo del mercato dei capitali. Una partecipazione azionaria stabile delle famiglie fornisce capitale stabile di lungo periodo alle imprese svedesi, sostenendo investimento aziendale, innovazione e crescita. L'affidabilità della domanda azionaria delle famiglie consente alle imprese di pianificare investimenti di lungo periodo con fiducia.

1.3.4 Comparative Analysis: Institutional Determinants of Resilience

Il confronto delle dinamiche di partecipazione azionaria nei tre Paesi evidenzia in che misura i quadri istituzionali siano determinanti per la resilienza delle famiglie agli shock di mercato. La **Tabella 3** sintetizza l'evidenza, mentre i paragrafi successivi ne identificano i meccanismi.

Tabella 3: Dinamiche di partecipazione azionaria e resilienza alle crisi

Paese	Picco pre-crisi	Minimo di crisi	Flessione	Tempo di recupero	Livello 2023/2024	Caratterizzazione della resilienza
Italia	40% (2006)	27% (2011)	-13 p.p.	12 anni	42%	Bassa resilienza; severo impatto della crisi; pieno recupero
Regno Unito	15,4% (2007)	13,5% (2008)	-1,9 p.p.	2 anni	15,4%	Resilienza moderata; rapido recupero; declino Brexit
Svezia	32,9% (2006)	18,7% (2008)	-13,9 p.p.	3 anni	~26%	Bassa resilienza; severo declino; stabilità nel lungo periodo

Tabella 3 – Elaborazioni degli autori su dati Istat, Banca d'Italia, ONS e SCB

Principali determinanti istituzionali della resilienza:

1. Disegno del sistema pensionistico e meccanismi automatici:

I Paesi con adesione automatica ai fondi pensione aziendali (Regno Unito) o con contribuzioni pensionistiche obbligatorie (Svezia) mostrano una resilienza maggiore rispetto a quelli in cui la partecipazione retail al mercato azionario dipende prevalentemente da decisioni individuali volontarie. I meccanismi automatici limitano la sensibilità al sentiment di mercato.

L'adesione automatica britannica, introdotta nel 2012, è arrivata troppo tardi per influenzare la crisi finanziaria del 2008 ma può aver contribuito alla resilienza durante la pandemia del 2020. Il sistema della Premium Pension svedese, attivo nell'intero periodo di analisi, ha generato acquisti azionari coerenti che hanno sostenuto la stabilità del mercato (Bach et al., 2020; Perotti e von Thadden, 2006).

2. Politica fiscale e incentivi pratici:

Le politiche fiscali che penalizzano la vendita (come la tassazione delle plusvalenze al realizzo) possono scoraggiare il panic selling durante le crisi, mentre quelle che agevolano la liquidità (come le franchigie ISA o l'assenza di vincoli di detenzione dell'ISK) possono indurre comportamenti opposti. Il bilanciamento dei due effetti dipende dal disegno specifico.

Il sistema ISA britannico, con rendimenti esenti d'imposta, incoraggia la detenzione di lungo periodo eliminando il prelievo sulle plusvalenze. La possibilità di prelievo senza vincoli può tuttavia favorire vendite in fasi di stress. L'ISK svedese opera in modo simile, sebbene la prevedibilità dell'imposta forfettaria attenui l'incentivo a tempistiche di vendita opportunistiche.

3. Cultura finanziaria ed educazione degli investitori:

I Paesi con maggiore cultura finanziaria (Svezia, Regno Unito) mostrano una resilienza superiore rispetto a quelli con minore cultura finanziaria (Italia). La cultura finanziaria consente alle famiglie di comprendere la normalità della volatilità, i benefici del lungo periodo e i rischi del market timing, sostenendo decisioni più razionali nelle fasi di stress.

Iniziative di educazione finanziaria che enfatizzano la prospettiva di lungo periodo, i benefici della diversificazione e i pericoli del market timing possono migliorare la resilienza delle famiglie. I risultati richiedono tuttavia tempo, in quanto la cultura finanziaria si consolida nel corso di anni o decenni, non in semplici campagne di comunicazione.

4. Intermediazione istituzionale vs detenzioni dirette:

I Paesi in cui l'esposizione azionaria avviene principalmente attraverso intermediari istituzionali (fondi pensione, fondi comuni) possono mostrare una resilienza maggiore rispetto a quelli in cui le detenzioni dirette individuali predominano. I gestori professionali sono meno soggetti al panic selling e applicano discipline di lungo periodo.

L'intermediazione istituzionale genera tuttavia anche problemi di agenzia (i gestori potrebbero non agire nell'interesse dei beneficiari) e riduce la partecipazione attiva degli investitori finali. Il bilanciamento fra resilienza e responsabilità individuale è uno dei trade-off fondamentali del disegno istituzionale.

5. Norme sociali ed effetti di pari:

I Paesi in cui l'investimento azionario è normalizzato e ampiamente praticato (Svezia) possono mostrare una resilienza superiore rispetto a quelli in cui è percepito come comportamento inusuale o speculativo (Italia). Le norme sociali operano attraverso molteplici canali: effetti di pari (osservare amici e familiari mantenere le posizioni azionarie nelle crisi incoraggia comportamenti analoghi), condivisione informativa (discutere strategie di investimento nelle reti sociali) e sostegno psicologico (sapere che altri affrontano sfide simili riduce l'ansia) (Guiso et al., 2008).

La costruzione di una cultura azionaria diffusa richiede sforzi sostenuti su orizzonti di decenni, poiché le norme sociali si modificano con lentezza. Una volta consolidata, tuttavia, la cultura azionaria assume natura auto-rafforzante: l'esperienza positiva di alcune famiglie favorisce la diffusione presso altre, alimentando un circolo virtuoso.

1.3.5 Implicazioni per lo sviluppo dei mercati dei capitali

La partecipazione delle famiglie al mercato azionario è una determinante di primo ordine per profondità, liquidità ed efficienza dei mercati dei capitali, dimensioni a loro volta cruciali per la crescita economica

e la competitività del sistema produttivo. La presente sezione analizza i meccanismi che presiedono a tale relazione e le relative implicazioni di policy.

1. Profondità e liquidità del mercato:

Una più elevata partecipazione delle famiglie crea mercati dei capitali più profondi e liquidi. Gli investitori retail forniscono capitale stabile di lungo termine che sostiene l'efficienza dei prezzi e riduce la volatilità. La diversificazione della base di investitori rende inoltre i mercati più resilienti a shock idiosincratici di singoli investitori istituzionali.

Mercati profondi e liquidi avvantaggiano l'economia attraverso molteplici canali: facilitano il finanziamento delle imprese per crescita e innovazione; migliorano la price discovery; riducono il costo del capitale; sostengono lo sviluppo dell'ecosistema dei servizi finanziari; favoriscono la concorrenza fra fonti di finanziamento.

2. Modelli di finanziamento delle imprese:

Nei Paesi in cui la partecipazione delle famiglie ai mercati azionari è più diffusa, prevalgono modelli di finanziamento delle imprese fondati sull'equity; al contrario, dove tale partecipazione è limitata, le imprese ripiegano sul canale bancario, con ripercussioni su profilo di rischio, struttura del capitale e dinamiche di crescita.

Il finanziamento tramite capitale di rischio presenta diversi vantaggi rispetto al canale bancario: assenza di obblighi di rimborso fisso, con conseguente riduzione del rischio di insolvenza nelle fasi recessive; allineamento degli interessi tra investitori e management; maggiore flessibilità nella struttura del capitale; sostegno a investimenti di lungo periodo ad alta intensità di R&S; contenimento del rischio di leva eccessiva.

3. Efficienza dei mercati e governance:

Una più ampia partecipazione retail migliora l'efficienza dei mercati attraverso una più estesa aggregazione di informazioni e una migliore price discovery. La presenza di numerosi investitori con prospettive eterogenee riduce le distorsioni dei prezzi e accresce la qualità informativa.

Gli azionisti retail svolgono anche un ruolo di governance, votando nelle assemblee e chiedendo conto al management. Sebbene il singolo retail abbia un peso limitato, la sua partecipazione collettiva, in particolare attraverso fondi e piattaforme di voto, contribuisce alla disciplina dei comportamenti aziendali e alla qualità della governance.

4. Stabilità del sistema finanziario:

La relazione tra partecipazione azionaria delle famiglie e stabilità del sistema finanziario presenta natura complessa e a tratti ambivalente. Da un lato, una più ampia partecipazione contribuisce a diversificare i portafogli delle famiglie e ad alleggerire la concentrazione del rischio nei bilanci bancari. Dall'altro, può accentuare la volatilità dei consumi per via degli effetti ricchezza, amplificare eventuali fasi di esuberanza di mercato e tradursi in instabilità sistemica in caso di brusca correzione dei prezzi.

L'effetto netto dipende dai dettagli istituzionali: ove l'esposizione si realizzi tramite fondi pensione di lungo periodo a gestione professionale, la stabilità ne risulta rafforzata; ove invece passi per piattaforme di trading retail con elevata leva, il rischio sistemico tende ad aumentare. Il disegno regolamentare è chiamato dunque a contemperare l'ampiezza della partecipazione con un assetto di tutele adeguato.

1.4 Dinamiche recenti e modelli di crescita

Il periodo 2019–2023 ha visto cambiamenti drammatici nella composizione della ricchezza delle famiglie, indotti dalla pandemia di COVID-19, da risposte di policy senza precedenti e dalla successiva normalizzazione monetaria. La sezione analizza tali dinamiche per Italia e Francia, evidenziando i meccanismi di trasmissione monetaria attraverso i bilanci familiari.

1.4.1 Italia: performance delle classi di attività post-pandemia ed effetti della politica monetaria

La **Figura 5** offre dettaglio sui tassi di crescita annui delle componenti delle attività finanziarie italiane nel periodo 2019–2023, rivelando l'impatto delle politiche monetarie e degli shock pandemici sui bilanci delle famiglie.

Moneta e depositi: dall'accumulo pandemica ai deflussi indotti dalla politica monetaria

Moneta e depositi hanno registrato una crescita positiva nel 2019 (4,6%), nel 2020 (6,9%) e nel 2021 (4,5%), riflettendo il risparmio precauzionale legato alla pandemia e le limitate opportunità di consumo. Nel 2020–2021, le famiglie italiane hanno accumulato un sostanziale eccesso di risparmio in quanto i lockdown e le restrizioni di distanziamento sociale hanno limitato le possibilità di consumo (in particolare per servizi quali viaggi, ristorazione e intrattenimento), mentre i programmi di sostegno al reddito (cassa integrazione, indennità di disoccupazione) hanno preservato il reddito delle famiglie.

Il 6,9% di crescita dei depositi nel 2020 rappresenta uno dei tassi più elevati dell'intero dataset e illustra la potenza degli effetti di risparmio della pandemia. Le famiglie italiane hanno accumulato in misura significativa depositi a fronte dell'incertezza, raggiungendo importi che hanno alimentato successivamente la fase di riallocazione di portafoglio (Bach et al., 2020; Kaplan e Violante, 2014).

Tuttavia, i depositi si sono contratti del 3,2% nel 2023 in quanto le famiglie hanno ridistribuito la liquidità verso alternative a maggior rendimento a seguito del rialzo dei tassi. Tale dinamica documenta il funzionamento del canale di riallocazione di portafoglio della politica monetaria.

Perché il deflusso dei depositi conta. La contrazione del 3,2% dei depositi nel 2023, unita all'impennata del 63,8% nei titoli di debito (discussa più avanti), dimostra una potente trasmissione della politica monetaria attraverso la riallocazione di portafoglio. Con la Banca centrale europea che ha portato i tassi dal -0,5% di metà 2022 al 4,0% di fine 2023, il costo opportunità di detenere depositi a rendimento nullo è cresciuto in modo drammatico.

I rendimenti dei titoli di Stato italiani sono saliti correlativamente, con i BTP decennali passati da circa l'1% di inizio 2022 a oltre il 4,5% a fine 2023. Tale incremento di 3,5 punti percentuali ha reso i titoli di debito altamente attrattivi rispetto ai depositi, innescando una massiccia riallocazione di portafoglio.

Il deflusso dai depositi crea sfide per le banche italiane, che fanno affidamento sui depositi quale principale fonte di raccolta. Le banche sono state spinte ad alzare i tassi di remunerazione dei depositi per trattenere i clienti, con effetti sui margini di intermediazione, sulla redditività e potenzialmente sulla capacità di erogazione del credito.

Titoli di debito: l'impennata del 2023

I titoli di debito hanno conosciuto una dinamica drammaticamente volatile, con flessioni del 7,7% nel 2019, del 7,0% nel 2020 e dell'11,7% nel 2021, mentre i rendimenti rimanevano compressi e le famiglie cercavano investimenti alternativi. Durante i programmi di quantitative easing della Banca centrale europea (2015–2021), i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi a minimi storici, i BTP decennali hanno toccato lo 0,5% nel 2020 e i rendimenti a breve sono diventati negativi.

A tali livelli di rendimento, le posizioni in titoli di debito divenivano poco attrattive rispetto alle alternative. I depositi offrivano rendimenti simili con maggiore liquidità e semplicità. Le azioni offrivano un potenziale di crescita che le obbligazioni non potevano eguagliare. I prodotti assicurativi sulla vita offrivano rendimenti garantiti che superavano quelli dei bond. Il risultato sono stati deflussi sostenuti dai titoli di debito mentre le famiglie ribilanciavano i portafogli.

Successivamente, la categoria è cresciuta in modo marcato, con incrementi del 12,9% nel 2022 e del 63,8% nel 2023. La crescita del 63,8% nel 2023 rappresenta il tasso più forte dell'intero dataset e segnala un cambio strutturale nelle scelte di portafoglio delle famiglie italiane.

Tale impennata riflette il ritorno di rendimenti positivi sui titoli di Stato a seguito della normalizzazione della politica monetaria. Con i rendimenti saliti dai livelli prossimi allo zero a oltre il 4%, i titoli di debito sono divenuti altamente attrattivi, innescando massicci afflussi. Le famiglie italiane, che hanno mantenuto familiarità culturale con i titoli di Stato (i BTP sono stati tradizionalmente una componente centrale del portafoglio dei risparmiatori italiani), hanno rapidamente incrementato le allocazioni quando i rendimenti sono tornati attraenti.

Meccanismi dell'impennata. La crescita del 63,8% nel 2023 riflette sia effetti di prezzo sia effetti di flusso:

Effetti di prezzo: con la salita dei rendimenti nel 2022, i prezzi dei titoli esistenti sono caduti (prezzi e rendimenti si muovono inversamente). Ciò ha generato perdite mark-to-market sulle posizioni esistenti. Tuttavia, il rialzo dei rendimenti ha reso le nuove emissioni più attraenti, sostenendo gli acquisti.

Effetti di flusso. Le famiglie italiane hanno effettuato sostanziali acquisti netti di titoli di debito nel 2023, spostando capitali dai depositi e potenzialmente da altre classi di attività. La combinazione di rendimenti attrattivi, familiarità culturale e sicurezza percepita (i titoli di Stato italiani, pur non essendo risk-free, sono percepiti come relativamente sicuri dalle famiglie italiane) ha sostenuto una forte domanda (Campbell et al., 2007).

L'impennata dimostra la potenza dei rendimenti relativi nel guidare l'allocazione di portafoglio delle famiglie. Quando il differenziale di rendimento fra depositi e obbligazioni era minimo (2019–2021), le famiglie preferivano i depositi per la loro semplicità e liquidità. Quando il differenziale si è allargato a oltre il 4% (2023), le famiglie si sono rapidamente spostate sulle obbligazioni nonostante la maggiore complessità e il rischio di tasso d'interesse.

Azioni e altre partecipazioni: resilienza e crescita sostenuta

Azioni e altre partecipazioni hanno mostrato resilienza con crescita positiva in quattro dei cinque anni: 15,8% nel 2019, 5,4% nel 2020, 27,4% nel 2021, 4,0% nel 2022 e 10,1% nel 2023. Tale performance positiva sostenuta nell'intero periodo indica una crescente fiducia delle famiglie nell'investimento azionario e una capacità di gestire con successo le molteplici sfide presentatesi (pandemia, guerra in Ucraina, shock inflazionistici, normalizzazione monetaria).

La crescita del 27,4% nel 2021 rappresenta una performance eccezionale, riflesso del rally post-pandemico dei mercati azionari. I mercati azionari globali sono saliti in misura significativa nel 2020–2021 grazie a un massiccio supporto fiscale e monetario, allo sviluppo dei vaccini e alla riapertura economica, condizioni che hanno creato un contesto altamente favorevole. Le azioni italiane hanno partecipato a tale rally e le famiglie italiane ne hanno beneficiato attraverso guadagni di valutazione e sottoscrizioni nette.

La crescita positiva continuata nel 2022 (4,0%) e nel 2023 (10,1%) è particolarmente notevole vista la difficoltà delle condizioni di mercato. I mercati azionari globali hanno registrato un calo del 15–20% circa nel 2022, con le banche centrali che hanno inasprito la politica monetaria e i timori di recessione

in crescita. Il fatto che le posizioni azionarie delle famiglie italiane siano comunque cresciute del 4,0% suggerisce sostanziali acquisti netti che hanno più che compensato le perdite di valutazione, segnale di crescente fiducia e di prospettiva di lungo periodo.

Perché la resilienza azionaria conta. La crescita positiva sostenuta delle posizioni azionarie nel periodo 2019–2023, anche durante la crisi pandemica e l'inasprimento monetario, contrasta nettamente con il collasso indotto dalle crisi del 2008–2012. Tale resilienza suggerisce che le famiglie italiane hanno sviluppato una maggiore fiducia nell'investimento azionario, mantengono prospettive di lungo periodo e sono meno suscettibili al panic selling.

Tale cambiamento comportamentale, se sostenuto, potrebbe avere implicazioni profonde per l'accumulo patrimoniale delle famiglie italiane, per lo sviluppo del mercato dei capitali domestico e per la trasmissione della politica monetaria. Una partecipazione azionaria più stabile favorisce un'allocazione del risparmio più efficiente sotto il profilo dei rendimenti di lungo periodo.

Quote di fondi comuni: volatilità coerente con le condizioni di mercato

Le quote di fondi comuni hanno registrato una forte crescita nel 2019 (9,8%), nel 2020 (3,4%) e nel 2021 (13,0%), seguita da una marcata flessione dell'11,8% nel 2022 per i rendimenti negativi dei mercati, e quindi da un recupero del 5,8% nel 2023. Questo andamento rispecchia da vicino la performance dei mercati azionari globali ed evidenzia la sensibilità di valutazione delle posizioni in fondi.

La flessione del 2022 riflette sia perdite di valutazione (per il calo delle posizioni azionarie e obbligazionarie sottostanti) sia, potenzialmente, alcune redenzioni in quanto le famiglie ribilanciavano i portafogli o coprivano fabbisogni di consumo. Il calo modesto dell'11,8%, confrontato con la flessione del 15–20% dei mercati azionari globali, suggerisce tuttavia che le famiglie italiane abbiano sostanzialmente mantenuto le posizioni in fondi comuni anziché operare panic selling.

Il recupero del 2023 (5,8%) riflette sia l'apprezzamento dei mercati sia i flussi netti in ingresso, con le famiglie che hanno incrementato le allocazioni in fondi comuni. Il recupero, pur positivo, è stato più modesto della crescita del 10,1% registrata nelle posizioni azionarie dirette, suggerendo che le famiglie italiane si stiano spostando verso l'investimento azionario diretto (facilitato dalle piattaforme online) anziché verso i fondi comuni.

Assicurazioni, fondi pensione e garanzie standardizzate: volatilità e recupero

Assicurazioni, fondi pensione e garanzie standardizzate sono cresciuti del 10,2% nel 2019 e del 5,9% nel 2020, sono rallentati al 2,5% nel 2021 prima di flettere del 12,3% nel 2022 e recuperare del 4,5% nel 2023.

La flessione del 2022 riflette diversi fattori:

Perdite sui prodotti unit-linked: molti prodotti vita italiani offrono opzioni unit-linked in cui i rendimenti dipendono dagli investimenti sottostanti. Con i mercati azionari e obbligazionari in flessione nel 2022, i valori dei prodotti unit-linked si sono ridotti.

Effetti dei tassi sulle valutazioni: l'aumento dei tassi ha ridotto il valore attuale dei pagamenti garantiti futuri, generando perdite mark-to-market su contratti tradizionali con garanzie minime.

Riscatti: alcune famiglie possono aver riscattato polizze assicurative e prodotti previdenziali per far fronte ai consumi o per riequilibrare il portafoglio, generando deflussi che hanno ridotto il valore complessivo della categoria.

Il recupero del 2023 (4,5%) suggerisce che la flessione del 2022 sia stata in larga parte guidata dalla valutazione anziché da una perdita fondamentale di fiducia. Le famiglie hanno continuato a sottoscrivere prodotti vita e previdenziali per finalità di sicurezza pensionistica e pianificazione successoria.

1.4.2 Francia: determinanti della crescita patrimoniale e prevalenza del settore immobiliare

La **Figura 18** scompone i contributi delle diverse componenti di attività alla crescita annua della ricchezza economica delle famiglie francesi nel periodo 2003–2022, evidenziando la prevalenza dell'immobile residenziale, in particolare della componente fondiaria, come fattore dominante delle dinamiche patrimoniali.

Figura 18: Contributi delle componenti delle attività alla crescita annua della ricchezza economica delle famiglie francesi (2003–2022)

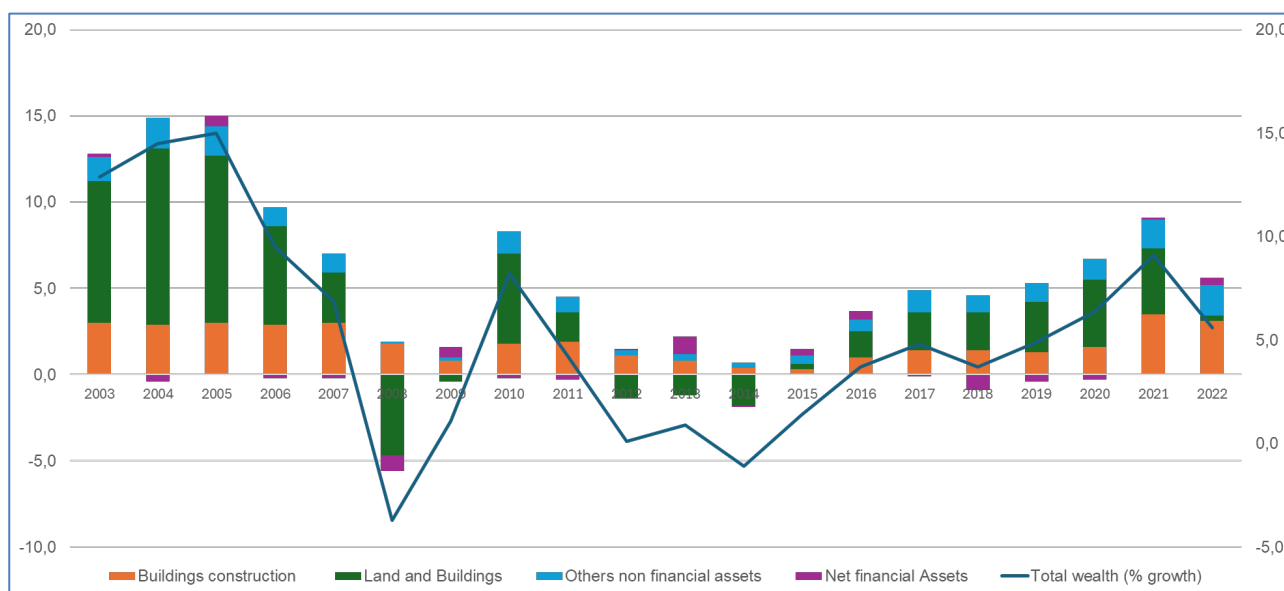


Figura 18 – Elaborazioni degli autori su dati INSEE - Crescita della ricchezza in Francia

L'analisi distingue quattro componenti:

1. Constructions (murs): la componente delle strutture fisiche

La componente delle strutture fisiche degli immobili (edifici, miglioramenti) ha contribuito per lo 0,3–3,5% annuo alla crescita patrimoniale. I contributi sono stati più elevati durante il boom immobiliare pre-crisi (2004–2007, in media il 3,0% annuo) e nel periodo post-pandemico (2020–2022, in media il 2,0% annuo).

Tali contributi riflettono:

Inflazione dei costi di costruzione. Il costo dei materiali edili, della manodopera e dello sviluppo fondiario aumenta nel tempo, accrescendo il valore di sostituzione delle strutture esistenti. Nei periodi di forte attività edilizia e di inflazione dei costi degli input, tale componente contribuisce in misura sostanziale alla crescita della ricchezza.

Miglioramenti e ristrutturazioni. le famiglie investono in ristrutturazioni e ampliamenti che accrescono il valore degli immobili. Tali investimenti si traducono in incrementi del valore patrimoniale registrati come crescita.

Aggiustamenti qualitativi. le agenzie statistiche tengono conto dei miglioramenti qualitativi dello stock abitativo nel tempo, in quanto le nuove costruzioni offrono di norma standard superiori a quelle storiche.

Il contributo relativamente stabile della componente delle strutture fisiche (a confronto della componente fondiaria altamente volatile) riflette il fatto che le strutture fisiche si deprezzino

gradualmente e richiedano manutenzione e sostituzione continue. Ciò genera un flusso costante di investimento che sostiene l'occupazione del settore edile e contribuisce all'accumulo patrimoniale.

2. Terrains bâtis (foncier): la componente fondiaria

La componente fondiaria degli immobili sviluppati mostra la volatilità più elevata, con contributi che spaziano dal -4,7% nel 2008 (durante la crisi finanziaria) al +10,2% nel 2004 (durante il boom immobiliare). I valori dei terreni sono altamente sensibili alle condizioni del credito, ai tassi di interesse e al sentiment economico, fattori che spiegano la pronunciata ciclicità (Cocco, 2005; Pelizzon e Weber, 2008).

La componente fondiaria domina la volatilità della crescita patrimoniale perché:

L'offerta di suolo è fissa: a differenza delle strutture (che possono essere costruite), l'offerta di suolo nelle localizzazioni desiderabili è fissa o cresce molto lentamente. Tale rigidità trasferisce le oscillazioni di domanda direttamente sui prezzi.

Le condizioni creditizie incidono sulla domanda: i valori dei terreni sono molto sensibili alla disponibilità del credito ipotecario e ai tassi. Quando il credito è abbondante e a basso costo, la domanda aumenta significativamente e i prezzi salgono. Restrizioni del credito comprimono prontamente i valori.

Aspettative e sentiment: I valori dei terreni riflettono le aspettative sulle condizioni economiche future, sulla crescita demografica e sullo sviluppo urbano. Nei periodi ottimistici, le aspettative di apprezzamento futuro spingono al rialzo i prezzi correnti. Nei periodi pessimistici, le aspettative di flessione spingono al ribasso i prezzi.

Amplificazione da leva: Gran parte degli acquisti immobiliari comporta una sostanziale leva (mutui), che amplifica i movimenti di prezzo. Piccole variazioni nei rendimenti attesi o nelle percezioni di rischio possono innescare ampie variazioni nella domanda e nei prezzi.

L'estrema volatilità della componente fondiaria comporta diverse implicazioni:

Volatilità dell'effetto ricchezza: Poiché i terreni rappresentano una quota ampia della ricchezza delle famiglie, le fluttuazioni dei valori fondiari generano potenti effetti ricchezza che influenzano i consumi. Il contributo del -4,7% nel 2009 rappresentò uno shock patrimoniale negativo sostanziale che ridusse i consumi e amplificò la recessione.

Rischi di stabilità finanziaria: la correlazione fra valori fondiari, prestiti ipotecari e bilanci bancari crea rischi sistemici. Le crisi immobiliari si trasmettono al settore bancario, con conseguenze potenzialmente severe sulla stabilità finanziaria.

Disuguaglianza intergenerazionale: L'apprezzamento dei valori fondiari avvantaggia i proprietari esistenti (tipicamente famiglie più anziane), creando barriere per gli acquirenti della prima casa (tipicamente famiglie più giovani). Il contributo del 10,2% nel 2005 rappresentò sostanziali guadagni patrimoniali per i proprietari esistenti ma rese l'accesso alla proprietà meno sostenibile per le generazioni più giovani.

3. Autres actifs non financiers (Altre attività non finanziarie)

Altre attività non finanziarie (veicoli, oggetti di valore, beni durevoli) hanno contribuito in misura relativamente stabile fra lo 0,1% e l'1,8% annuo. Tale categoria è molto più piccola rispetto al settore immobiliare e mostra minore volatilità, poiché veicoli e beni durevoli si deprezzano in modo costante anziché esibire l'apprezzamento ciclico che caratterizza il settore immobiliare.

La stabilità di tale componente fornisce un modesto cuscinetto contro la volatilità immobiliare, ma la sua dimensione contenuta ne limita l'impatto complessivo sulla crescita patrimoniale.

4. Patrimoine financier net (Ricchezza finanziaria netta)

La ricchezza finanziaria netta (attività finanziarie meno passività finanziarie) ha contribuito dal -0,9% al +1,0% annuo, con contributi negativi nei periodi di crisi (2005, 2008–2009, 2019–2021) quando le valutazioni delle attività finanziarie sono diminuite o le famiglie hanno incrementato le passività.

Il contributo relativamente modesto della ricchezza finanziaria netta riflette diversi fattori:

Effetti compensativi. L'apprezzamento delle attività finanziarie è parzialmente compensato dall'accumulo di passività (debito ipotecario, credito al consumo). Nei periodi di forte domanda immobiliare, le famiglie aumentano il debito ipotecario per finanziare gli acquisti, generando contributi negativi dal lato delle passività che compensano i contributi positivi dell'apprezzamento delle attività.

Minore quota finanziaria: poiché le attività finanziarie rappresentano solo il 35–38% della ricchezza delle famiglie francesi (contro 50–65% per quelle non finanziarie), il loro contributo alla crescita complessiva risulta meccanicamente inferiore a quello delle componenti immobiliari.

Volatilità e inversioni. I valori delle attività finanziarie oscillano sostanzialmente con le condizioni di mercato, generando contributi positivi nei bull market e contributi negativi nei bear market. Tali fluttuazioni tendono a invertirsi nel tempo, limitando il contributo di lungo periodo alla crescita patrimoniale.

Dinamiche di crescita complessiva della ricchezza economica:

La crescita totale della ricchezza economica si è collocata fra -3,7% nel 2009 e +15,0% nel 2006, con una media intorno al 4–6% negli anni normali. La scomposizione rivela che la componente fondiaria spiega la quasi totalità della volatilità della crescita complessiva, mentre le altre componenti contribuiscono in modo più stabile.

Il periodo 2020–2022 mostra una robusta crescita patrimoniale (4,9%, 6,4% e 9,1% rispettivamente), guidata principalmente dall'apprezzamento immobiliare. I valori fondiari hanno contribuito per il 2,9%, 3,9% e 3,8% rispettivamente in tali anni, riflettendo il picco di domanda abitativa indotto dalla pandemia.

Perché la prevalenza immobiliare conta:

La dominanza del settore immobiliare (in particolare dei valori fondiari) nelle dinamiche di crescita patrimoniale comporta diverse implicazioni:

Vulnerabilità alle correzioni del mercato immobiliare. La ricchezza delle famiglie francesi è altamente esposta al rischio del mercato immobiliare. Una sostanziale correzione del mercato immobiliare (come quella sperimentata nel 2009) genererebbe effetti ricchezza negativi di ampie dimensioni, riducendo i consumi e amplificando le recessioni economiche.

Disuguaglianza geografica. L'apprezzamento dei valori fondiari è altamente disomogeneo fra le regioni, con un forte apprezzamento a Parigi e nelle altre grandi città ma modesto o negativo nelle aree rurali e nelle regioni industriali in declino. Tale variazione geografica della crescita patrimoniale contribuisce alla disuguaglianza regionale e alle tensioni politiche.

Tensioni intergenerazionali. Il robusto apprezzamento fondiario nel 2020–2022 ha avvantaggiato i proprietari esistenti (in genere più anziani) creando barriere di accesso per le generazioni più giovani, con tensioni intergenerazionali crescenti.

Sfide di policy. La prevalenza dell'immobiliare nelle dinamiche patrimoniali genera difficili trade-off di policy. Le politiche che sostengono l'accessibilità abitativa (incremento dell'offerta, riduzione dei sussidi alla proprietà) possono danneggiare i proprietari esistenti attraverso flessioni dei prezzi. Le

politiche che sostengono i proprietari esistenti (restrizioni dell'offerta, sussidi alla proprietà) danneggiano l'accessibilità per le generazioni più giovani.

1.4.3 Implicazioni per la trasmissione della politica monetaria

Le dinamiche recenti in Italia e Francia offrono indicazioni rilevanti sulla trasmissione della politica monetaria attraverso i bilanci delle famiglie, un canale che ha ricevuto maggiore attenzione a seguito dei drammatici cambi di policy del 2020–2023.

Canale di riallocazione di portafoglio:

L'esperienza italiana dimostra che la politica monetaria incide sui comportamenti delle famiglie non solo attraverso i canali tradizionali (costi del credito, effetti reddito) ma anche attraverso potenti effetti di riallocazione di portafoglio. Con il rialzo dei tassi nel 2022–2023, le famiglie italiane si sono rapidamente spostate dai depositi ai titoli di debito, generando un'impennata del 63,8% nelle posizioni obbligazionarie e una contrazione del 3,2% nei depositi (Bach et al., 2020; Calvet e Sodini, 2014).

Il canale di riallocazione opera attraverso più meccanismi:

Effetti dei rendimenti relativi. Le variazioni dei tassi di interesse alterano i rendimenti relativi fra classi di attività, innescando la riallocazione di portafoglio. Quando i tassi sui depositi sono nulli e i rendimenti obbligazionari sono al 4%, le famiglie si spostano sulle obbligazioni. Quando i tassi sui depositi salgono al 3% e i rendimenti obbligazionari scendono al 2%, le famiglie tornano sui depositi.

Search for yield. In contesti di tassi bassi, le famiglie operano una "ricerca di rendimento" spostandosi da attività sicure e poco remunerative (depositi) verso attività più rischiose e più remunerative (obbligazioni, azioni). Tale ricerca di rendimento può generare rischi per la stabilità finanziaria se le famiglie assumono rischi eccessivi o non comprendono pienamente i rischi che stanno assumendo.

Effetti di liquidità. la riallocazione di portafoglio incide sui finanziamenti e sulla capacità di prestito delle banche. Quando le famiglie si spostano dai depositi alle obbligazioni, le banche perdono raccolta e devono adattare le proprie politiche di tasso e di erogazione.

Effetti ricchezza e consumi:

L'esperienza francese dimostra che la politica monetaria incide sulla ricchezza delle famiglie attraverso molteplici canali, direttamente tramite la rivalutazione delle attività finanziarie e indirettamente attraverso il mercato immobiliare. Il periodo 2020–2022, caratterizzato da forte apprezzamento immobiliare in regime di tassi bassi, illustra la potenza degli effetti ricchezza in fasi accomodanti.

Con l'inasprimento monetario del 2022–2023, gli effetti ricchezza si sono parzialmente invertiti:

Valutazioni delle attività finanziarie. l'aumento dei tassi ha ridotto le valutazioni di azioni e obbligazioni, generando effetti ricchezza negativi. Il calo del 4,5% delle attività finanziarie francesi nel 2022 illustra tale dinamica.

Valori del settore immobiliare. L'aumento dei tassi sui mutui ha ridotto l'accessibilità e la domanda di abitazioni, rallentando o invertendo l'apprezzamento immobiliare. Sebbene i pieni effetti richiedano tempo per materializzarsi (l'immobiliare si aggiusta più lentamente delle attività finanziarie), i segnali iniziali nei dati 2023 mostrano una crescita decelerata dei prezzi delle abitazioni rispetto al boom 2020–2022.

Effetti eterogenei: gli effetti ricchezza variano fra famiglie in funzione di composizione di portafoglio, età e leva. Le famiglie più anziane con sostanziali attività finanziarie e immobiliari sperimentano effetti ricchezza ampi. Le famiglie più giovani con limitate attività ma con consistente debito ipotecario sperimentano effetti diversi attraverso i costi del servizio del debito (Kaplan et al., 2014; Lusardi et al., 2017).

Parte 2.

Analisi degli strumenti retail

Analisi comparata di PIR (Italia), PEA/PEA-PME (Francia), ISK (Svezia) e ISA (Regno Unito)

Il presente capitolo offre un'analisi comparata approfondita di quattro principali conti di investimento retail in Europa: i Piani Individuali di Risparmio a Lungo Termine (PIR) italiani, il Plan d'Épargne en Actions (PEA) e la sua variante specializzata sulle PMI (PEA-PME) francesi, l'Investeringssparkonto (ISK) svedese e l'Individual Savings Account (ISA) britannico. Tali strumenti rappresentano approcci di policy distinti volti a incentivare la partecipazione delle famiglie ai mercati dei capitali attraverso incentivi fiscali. Attingendo a documenti regolamentari, dati di mercato e letteratura accademica, il capitolo esamina l'evoluzione storica, i quadri regolamentari, il trattamento fiscale, i criteri di accesso, le restrizioni di investimento, i canali distributivi e l'andamento di mercato di ciascuno strumento. L'analisi rivela significative disparità nei tassi di adozione e di efficacia: l'ISK svedese registra il più alto tasso di adozione (52,3% degli adulti) e quota di ricchezza finanziaria (7,8%), seguito dall'ISA britannico (39,2% di adozione, 19,5% di quota), dal PEA francese (13,4% di adozione, 1,6% di quota) e dal PIR italiano (1,5% di adozione, 0,5% di quota). L'analisi comparata identifica semplicità, flessibilità e trattamento fiscale automatico quali fattori critici di successo, con il modello di tassazione forfettaria svedese che emerge come benchmark per la democratizzazione dell'investimento retail. Le implicazioni di policy suggeriscono che gli schemi fiscali da soli sono insufficienti: caratteristiche di disegno comportamentale, fattori culturali e integrazione con ecosistemi finanziari più ampi sono ugualmente importanti

2.1 Italia: Piani Individuali di Risparmio a Lungo Termine (PIR)

2.1.1 Evoluzione storica

I Piani Individuali di Risparmio a Lungo Termine (PIR) sono stati introdotti nel 2017 nell'ambito di un disegno di politica economica volto a orientare il risparmio delle famiglie verso il sistema produttivo nazionale, con particolare attenzione alle piccole e medie imprese. Lo strumento risponde a tre criticità strutturali dell'economia italiana: la modesta partecipazione delle famiglie al mercato azionario, la forte dipendenza delle imprese dal credito bancario e le difficoltà di accesso al capitale di rischio per le PMI (Caselli e Zava, 2025).

L'impianto del PIR è stato concepito attorno a obiettivi espliciti di politica industriale. A differenza degli schemi di fiscalità agevolata adottati in altri Paesi europei (prevalentemente orientati alla diffusione della proprietà azionaria su una base ampia) il PIR persegue una finalità più circoscritta: indirizzare le risorse delle famiglie verso imprese italiane o con stabile organizzazione in Italia. Si tratta di una scelta che riflette al tempo stesso la preoccupazione per i deflussi di capitale e l'intento di rafforzare i mercati domestici (European Commission, 2025).

Nel 2021 il Governo ha affiancato allo strumento ordinario una seconda variante, il cosiddetto "PIR alternativo", esplicitamente rivolta a investimenti in società non quotate, in venture capital e in fondi di private equity. La nuova versione, contraddistinta da soglie contributive sensibilmente più elevate e da una maggiore flessibilità operativa, si è di fatto rivolta a una clientela patrimoniale di fascia alta, distinta dalla platea allargata di risparmiatori cui guarda il PIR tradizionale (Gallo et al., 2025).

2.1.2 Quadro normativo e fiscale

Il PIR garantisce piena esenzione dall'imposta sui redditi di natura finanziaria (plusvalenze, interessi e dividendi) generati dagli investimenti qualificati; gli importi detenuti per almeno cinque anni sono inoltre esenti dall'imposta di successione. Si tratta di un trattamento nettamente più favorevole di quello applicato ai conti di investimento ordinari, dove le medesime componenti reddituali scontano l'aliquota del 26% (European Commission, 2025).

Tali agevolazioni sono tuttavia condizionate al rispetto di requisiti stringenti:

- **Periodo minimo di detenzione:** gli investimenti devono essere detenuti per almeno cinque anni per beneficiare dell'esenzione fiscale. I ritiri anticipati comportano la perdita di tutti i benefici fiscali accumulati, una caratteristica che distingue il PIR da schemi più flessibili come l'ISK svedese.
- **Restrizioni geografiche e settoriali:** almeno il 70% del portafoglio deve essere investito in strumenti finanziari di imprese residenti in Italia o in altri Stati membri dell'UE/SEE con stabile organizzazione in Italia. Tale requisito limita significativamente le opportunità di diversificazione.
- **Requisiti di allocazione alle PMI.** Del 70% di allocazione domestica, almeno il 25% deve essere investito in società non quotate nell'indice FTSE MIB (l'indice italiano delle blue-chip) o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati. Inoltre, almeno il 5% del 70% deve essere investito in società non incluse né nel FTSE MIB né nel FTSE Italia Mid Cap, imponendo di fatto un'esposizione a società small-cap e non quotate (Equita, 2025).
- **Esclusione di giurisdizioni non cooperative:** gli investimenti in società residenti in Paesi che non scambiano informazioni fiscali con l'Italia non sono ammissibili, escludendo de facto numerose giurisdizioni con regimi fiscali privilegiati.

Nella variante alternativa il quadro è più flessibile ma rivolto a una platea di investitori più ristretta: il tetto annuo sale a 300.000 euro e il limite complessivo a 1,5 milioni, contro i 40.000 euro annui e i 200.000 complessivi della versione tradizionale (Equita, 2025).

2.1.3 Requisiti di accesso e limiti di contribuzione

Il PIR è accessibile a tutti i residenti fiscali in Italia, senza limiti di età; ciascun contribuente può tuttavia detenere al massimo un PIR tradizionale e un PIR alternativo. Nel primo caso i versamenti sono soggetti a un tetto annuo di 40.000 euro e a un massimale complessivo di 200.000 euro; nel secondo i limiti salgono rispettivamente a 300.000 euro e a 1,5 milioni, soglie che riflettono la diversa natura dello strumento, pensato per investitori sofisticati e per operazioni di private equity di taglio istituzionale..

2.1.4 Attività ammissibili e vincoli di investimento

Il PIR tradizionale ammette quattro tipologie di strumenti: azioni quotate di imprese qualificate; obbligazioni societarie emesse da queste ultime; quote di fondi di investimento (UCITS e FIA) che rispettino i vincoli di allocazione PIR; exchange-traded fund (ETF) costruiti secondo i medesimi criteri.

L'universo di investimento del PIR alternativo è sensibilmente più ampio: azioni non quotate, fondi di venture capital e di private equity, minibond emessi da PMI, crediti commerciali, prestiti diretti a imprese qualificate e quote di Fondi di Investimento Alternativi (FIA) specializzati.

I vincoli di allocazione (il 70% del portafoglio in imprese italiane o ivi stabilite, con sotto-quote riservate alle small cap e alle società non quotate) limitano sensibilmente le possibilità di diversificazione e contribuiscono a spiegare la modesta diffusione dello strumento. È un'architettura che accentua il rischio idiosincratico domestico e finisce per scoraggiare proprio gli investitori più avversi al rischio e quelli più consapevoli del valore della diversificazione internazionale (Calcagnini e Magliocco, 2018)..

2.1.5 Canali distributivi

La distribuzione del PIR poggia su una pluralità di canali. Le banche tradizionali propongono fondi comuni e gestioni patrimoniali conformi al regime, mentre le compagnie assicurative collocano prodotti unit-linked. Gli operatori della gestione del risparmio (italiani e internazionali) offrono fondi PIR specializzati e i broker online consentono di costruire portafogli PIR in autonomia, sebbene questi ultimi canali restino meno diffusi per via della complessità degli adempimenti di conformità. La prevalenza dei canali bancari e assicurativi rispecchia la struttura tradizionale dell'intermediazione finanziaria italiana, nella quale le famiglie si sono storicamente affidate a banche e compagnie assicurative per i propri prodotti di risparmio e investimento..

2.1.6 Andamento del mercato e diffusione

L'adozione dei PIR è rimasta contenuta nonostante la generosità del trattamento fiscale. Al 31 dicembre 2023 i **PIR tradizionali** contavano 66 fondi per un patrimonio gestito di circa 17 miliardi di euro, con un deflusso netto di 2,8 miliardi nel corso dell'anno; nello stesso periodo i **PIR alternativi** raccoglievano 17 fondi per circa 2 miliardi di patrimonio, con un afflusso netto di 0,2 miliardi (Equita, 2025; Equita, 2026).

Il mercato complessivo del PIR, pari a 19 miliardi di euro, vale lo 0,5% della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane e copre appena l'1,5% della popolazione adulta (European Commission, 2025). Il dato si pone in netto contrasto con l'ISK svedese (52,3% di adozione e 7,8% della ricchezza finanziaria) e con l'ISA britannico, attestato al 39,2% di adozione e al 19,5% della ricchezza finanziaria.

Le ragioni di questa limitata diffusione sono molteplici. Le famiglie italiane mostrano una preferenza storicamente marcata per i titoli di Stato e i depositi bancari, accompagnata da una scarsa propensione

all'investimento azionario: una cultura azionaria poco sviluppata, che riduce a monte la domanda di prodotti orientati al mercato dei capitali. A questo fattore di domanda si sommano alcuni elementi di disegno dello strumento. Il vincolo del 70% sull'allocazione a imprese italiane e le sotto-quote dedicate alle small cap comprimono la diversificazione e accentuano il rischio complessivo del portafoglio, scoraggiando gli investitori più avversi al rischio; al tempo stesso, l'obbligo di destinare una quota a società small cap e non quotate introduce un rischio di liquidità particolarmente delicato a fronte dell'orizzonte quinquennale dello strumento. A questi vincoli strutturali si aggiunge una scarsa conoscenza del prodotto da parte dei risparmiatori, riconducibile a sforzi di promozione e di educazione finanziaria insufficienti, e infine la forte concorrenza esercitata dai titoli di Stato, in particolare i BTP, e dai prodotti postali di risparmio, percepiti dalle famiglie italiane come strumenti sicuri e liquidi.

I deflussi netti registrati dai PIR tradizionali nel 2023 lasciano supporre che l'iniziale entusiasmo si sia in larga parte esaurito, verosimilmente per i rendimenti deludenti del segmento small cap italiano e per le preoccupazioni sul rischio di concentrazione (Equita, 2025; Equita, 2026).

2.2 Francia: Plan d'Épargne en Actions (PEA) e PEA-PME

2.2.1 Evoluzione storica

Il Plan d'Épargne en Actions (PEA), letteralmente Piano di Risparmio in Azioni, viene introdotto in Francia nel 1992 con il duplice obiettivo di promuovere la diffusione della proprietà azionaria tra le famiglie e di favorire lo sviluppo dei mercati dei capitali domestici. Lo schema è dichiaratamente ispirato al Personal Equity Plan (PEP) britannico del 1987, da cui mutua l'impianto generale; se ne discosta tuttavia su un punto rilevante, l'apertura ai titoli azionari dell'area europea anziché ai soli emittenti domestici, in linea con le priorità di policy francesi dell'epoca (Banque de France, 2023).

Il PEA nasce in una fase di intensa liberalizzazione dei mercati finanziari francesi, all'indomani della stagione di privatizzazioni delle principali imprese pubbliche varate negli anni Ottanta. L'ambizione delle autorità francesi era costruire una "shareholder democracy", una democrazia azionaria, allargando la partecipazione ai mercati dei capitali a un pubblico tradizionalmente escluso, perché monopolio degli investitori istituzionali e dei grandi patrimoni (Pfister, 2018).

Nel 2014 la Francia ha affiancato al PEA originario una seconda variante, il PEA-PME (Plan d'Épargne en Actions destiné au financement des Petites et Moyennes Entreprises), concepita per indirizzare le risorse delle famiglie verso le piccole e medie imprese. La sua introduzione si inserisce nel più ampio dibattito sul finanziamento delle PMI riemerso dopo la crisi del 2008 ed è coerente con le iniziative dell'Unione europea volte a rafforzare i canali di finanziamento non bancari (Cicchello, Battaglia e Monferrà, 2019).

2.2.2 Quadro normativo e fiscale

Il PEA prevede un trattamento fiscale particolarmente favorevole per gli investimenti azionari di lungo periodo:

- **Esenzione fiscale dopo cinque anni:** plusvalenze e dividendi maturati all'interno del PEA sono esenti dall'imposta sul reddito se il conto è stato detenuto per almeno cinque anni. Restano comunque dovuti i contributi sociali al 17,2% (CSG/CRDS), onere non trascurabile rispetto all'esenzione integrale prevista da ISA britannico e ISK svedese.
- **Penalità per ritiro anticipato:** i ritiri effettuati prima dello scadere dei cinque anni comportano di norma la chiusura del conto e la tassazione delle plusvalenze all'aliquota del prélèvement forfaitaire unique (PFU) del 30%, composto dal 12,8% di imposta sul reddito e dal 17,2% di contributi sociali. Restano salve alcune eccezioni circoscritte, legate a eventi particolari della vita del contribuente come disoccupazione, invalidità o pensionamento.
- **Confronto con la tassazione ordinaria:** per gli investimenti detenuti al di fuori del PEA, le plusvalenze sono soggette al prélèvement forfaitaire unique (PFU) del 30%. Esonerando la componente del 12,8% relativa all'imposta sul reddito e lasciando in capo al contribuente solo il 17,2% di contributi sociali, il PEA si traduce in un risparmio fiscale annuo del 12,8% sui rendimenti.

Il PEA-PME condivide il trattamento fiscale del PEA standard, ma si distingue per vincoli di investimento e tetti contributivi diversi. Vale la pena ricordare che un contribuente può detenere contemporaneamente entrambi gli strumenti, ampliando così il volume complessivo dei versamenti agevolati (Banque de France, 2023).

2.2.3 Requisiti di accesso e limiti di contribuzione

Possono aprire un PEA i residenti fiscali in Francia maggiorenni; ciascun contribuente può detenere al massimo un PEA standard e un PEA-PME. Il tetto contributivo è fissato a 150.000 euro per persona

(300.000 per le coppie) sul PEA standard e a 225.000 euro per persona (450.000 per le coppie) sul PEA-PME. Chi detiene entrambi gli strumenti incontra un vincolo aggregato: il totale dei versamenti non può superare 225.000 euro per persona, fermo restando il tetto di 150.000 euro sulla sola componente standard.

I tetti contributivi del PEA sono sensibilmente più elevati di quelli del PIR italiano, ma restano contenuti rispetto sia all'ISK svedese, privo di tetti contributivi, sia all'ISA britannico, che fissa un limite annuo di 20.000 sterline ma non prevede alcun massimale complessivo.

2.2.4 Attività ammissibili e vincoli di investimento

L'universo di investimento del PEA standard include: azioni di imprese con sede legale nell'Unione europea o nello Spazio economico europeo, soggette all'imposta sulle società; fondi comuni di investimento (UCITS e FIA) la cui composizione soddisfi il requisito del 75% di esposizione UE/SEE; obbligazioni convertibili o partecipative emesse da imprese ammissibili; alcuni strumenti finanziari complessi quali warrant e bond di sottoscrizione.

Il PEA-PME si caratterizza per criteri di ammissibilità più stringenti, calibrati sulle PMI e sulle imprese di taglia intermedia (*entreprises de taille intermédiaire*, ETI). Le società emittenti devono avere sede legale nell'UE/SEE ed essere soggette all'imposta sui redditi delle società; devono inoltre soddisfare i criteri UE sulle PMI, meno di 5.000 dipendenti e un fatturato annuo inferiore a 1,5 miliardi di euro o un totale di bilancio inferiore a 2 miliardi. L'universo investibile comprende azioni, alcune obbligazioni societarie, fondi specializzati in PMI e investimenti in private equity.

L'orientamento del PEA-PME verso le PMI risponde a obiettivi espliciti di politica industriale analoghi a quelli del PIR italiano, ma con un perimetro geografico più ampio: l'intera UE/SEE anziché il solo mercato francese. Questo assetto consente una diversificazione più estesa, pur mantenendo il sostegno alle PMI europee al centro dello strumento (European Commission, 2025).

Un tratto distintivo del PEA rispetto agli altri schemi è la restrizione geografica: gli investimenti devono concentrarsi su società dell'UE/SEE, con esclusione dei mercati nordamericani, asiatici e degli altri principali mercati globali. Il vincolo riduce le possibilità di diversificazione internazionale e l'accesso ai mercati a maggiore crescita, segnando una netta differenza rispetto all'ISA britannico e all'ISK svedese, che non prevedono limitazioni di questo tipo (Pfister, 2018).

2.2.5 Canali distributivi

Il PEA è distribuito attraverso due canali principali. Il **PEA Bancaire**, ovvero la versione bancaria, è offerto da banche e broker online e consente l'investimento diretto in azioni e fondi quotati; è la forma di gran lunga più diffusa e raccoglie la maggior parte dei conti. Il **PEA Assurance**, declinazione assicurativa dello strumento, viene proposto dalle compagnie assicurative attraverso contratti di capitalizzazione unit-linked: in questa forma il PEA combina i vantaggi fiscali del regime con le caratteristiche tipiche del prodotto assicurativo, offrendo una protezione aggiuntiva del capitale e benefici di pianificazione successoria particolarmente apprezzati da una clientela specifica.

L'ingresso sul mercato dei broker online e delle banche digitali ha intensificato la pressione concorrenziale e abbassato la struttura commissionale. Le tradizionali commissioni di custodia, pari allo 0,4%, e quelle di transazione (con tetto allo 0,5%) si sono ridotte in misura significativa; alcune piattaforme online offrono ormai operatività a costo zero sui conti PEA (Banque de France, 2024).

2.2.6 Market Performance and Adoption

Il PEA ha raggiunto una dimensione di rilievo e rappresenta una componente non trascurabile dei portafogli delle famiglie francesi. A fine 2023 il patrimonio complessivo si attestava a 115 miliardi di euro (112,7 miliardi sul PEA standard e 2,7 miliardi sul PEA-PME) ripartiti su circa 7,3 milioni di conti. Sul piano dell'incidenza, lo strumento pesa per l'1,6% della ricchezza finanziaria delle famiglie francesi e raggiunge un tasso di adozione del 13,4% sulla popolazione adulta.

La crescita dell'11% registrata dal mercato PEA nel 2023 è in larga parte ascrivibile alla performance positiva del mercato azionario (il CAC 40 ha guadagnato il 16,5% nello stesso periodo) piuttosto che a nuovi flussi netti di raccolta (Banque de France, 2023). Il PEA-PME, malgrado l'espressa vocazione alle PMI, resta un prodotto di nicchia: 2,7 miliardi di euro di patrimonio sono il segnale di un appetito ancora limitato dei risparmiatori per esposizioni concentrate sul segmento delle piccole e medie imprese.

Diversi fattori contribuiscono al relativo successo del PEA rispetto al PIR italiano. In primo luogo, essendo stato introdotto nel 1992, il PEA ha avuto oltre tre decenni per costruire consapevolezza e radicarsi quale veicolo di risparmio consolidato, godendo di un percorso che pochi strumenti comparabili possono vantare. L'universo di investimento pan-europeo offre inoltre una diversificazione superiore rispetto al mandato del PIR focalizzato sull'Italia, riducendo il rischio di concentrazione e ampliando l'attrattiva del prodotto. La Francia presenta inoltre una cultura azionaria più sviluppata dell'Italia, con una partecipazione storica più ampia ai mercati azionari, condizione che fornisce un terreno più ricettivo per gli strumenti di risparmio orientati al mercato azionario. Infine, i PEA sono attivamente promossi da banche e consulenti finanziari quale parte di strategie di gestione patrimoniale complessive, assicurando ampia distribuzione e integrazione con la consulenza.

La portata complessiva del PEA è frenata da diversi ordini di fattori. In primo luogo, le famiglie francesi detengono oltre 1.800 miliardi di euro in contratti di assurance-vie, che combinano vantaggi fiscali, protezione del capitale e benefici di pianificazione successoria: il prodotto assicurativo si conferma così il principale veicolo di risparmio delle famiglie e ne assorbe la maggior parte dei flussi a scapito del PEA (Pfister, 2018). In secondo luogo, il vincolo di detenzione quinquennale necessario per ottenere il pieno beneficio fiscale costituisce un ostacolo comportamentale soprattutto per le famiglie più giovani o con redditi più modesti, esposte a esigenze di liquidità più frequenti. A questo si aggiunge l'esclusione delle azioni non europee, che riduce l'accesso ai mercati a maggiore crescita di Asia e Nord America e penalizza i rendimenti rispetto alle alternative globalmente diversificate. Infine, la coesistenza di PEA standard e PEA-PME e la granularità delle regole di ammissibilità su fondi e titoli introducono un livello di complessità che può scoraggiare gli investitori meno sofisticati.

Nonostante questi limiti, il PEA rimane un caso di successo moderato per l'investimento azionario a fiscalità agevolata: ha raggiunto dimensioni rilevanti e ha contribuito allo sviluppo dei mercati dei capitali europei. La sua traiettoria, e in particolare le riforme successive volte ad aumentarne la flessibilità e ad ampliarne il perimetro geografico, offre spunti utili per la progettazione di strumenti analoghi in altri Paesi.

2.3 Svezia: Investeringsparkonto (ISK)

2.3.1 Evoluzione storica

L'Investeringsparkonto (ISK), ovvero Conto di Risparmio per Investimenti, è stato introdotto in Svezia nel 2012 nell'ambito di una più ampia riforma della tassazione dei redditi finanziari. L'ISK rappresenta una discontinuità rispetto ai sistemi tradizionali di tassazione delle plusvalenze: al prelievo sulle singole transazioni sostituisce un'imposta forfettaria annua calcolata sul valore del conto. L'obiettivo della riforma era triplice: semplificare l'amministrazione fiscale, comprimere i costi di conformità ed eliminare le distorsioni pratiche tipiche dell'effetto di immobilizzo fiscale proprio dei regimi convenzionali (Swedish Financial Supervisory Authority, 2024).

L'ISK si inserisce in una lunga tradizione svedese di politiche a sostegno della proprietà azionaria diffusa. Già negli anni Ottanta erano stati introdotti conti di risparmio azionario esenti d'imposta che, in concomitanza con un'espansione robusta dei mercati, hanno contribuito a radicare nelle famiglie l'abitudine all'investimento azionario. Il sistema della Premium Pension, varato nel 1999, ha ulteriormente normalizzato la partecipazione ai mercati dei capitali destinando automaticamente il 2,5% del salario di ciascun lavoratore a fondi di investimento (SNAO, 2018).

L'impianto dell'ISK privilegia la semplicità e l'efficienza comportamentale rispetto all'allocazione mirata o a obiettivi di politica industriale. A differenza del PIR italiano e del PEA-PME francese, lo strumento svedese non impone vincoli all'allocazione di portafoglio, alla concentrazione geografica né alla durata della detenzione: un approccio improntato alle logiche di mercato, che affida agli investitori individuali la responsabilità delle scelte di allocazione (Finansinspektionen, 2025).

2.3.2 Quadro normativo e fiscale

Il trattamento fiscale dell'ISK presenta caratteri di unicità rispetto agli altri strumenti analizzati nel capitolo:

- **Imposta forfettaria annua sul valore del conto:** l'ISK abbandona la logica della tassazione sulle plusvalenze realizzate e applica un'imposta annua calcolata moltiplicando il valore medio del conto per il 30% del tasso di riferimento dei titoli di Stato svedesi (Statslåneräntan, SLR) maggiorato di un'addizionale fissata per legge, attualmente pari a un punto percentuale. Per il 2025 l'aliquota effettiva è dello 0,888% (Finansinspektionen, 2025).
- **Soglia di esenzione:** nel 2025, la Svezia ha introdotto una franchigia esente di 150.000 corone svedesi (circa 13.000 euro), che raddoppierà a 300.000 corone (circa 26.000 euro) nel 2026. Tale riforma risponde alle preoccupazioni sul fatto che il prelievo forfettario abbia gravato in misura sproporzionata sui piccoli risparmiatori (SIFA 2025).
- **Assenza di imposta sulle plusvalenze nelle transazioni:** all'interno dell'ISK è possibile comprare e vendere titoli senza generare imposte sulle plusvalenze: viene così rimosso il vincolo di detenzione di natura fiscale e agevolato il riequilibrio attivo del portafoglio.
- **Dividendi esenti:** i dividendi maturati su investimenti qualificati non subiscono alcuna tassazione ulteriore rispetto al prelievo annuo sul valore del conto, semplificando ulteriormente l'architettura dello strumento.
- **Indeducibilità delle perdite:** a differenza di quanto avviene nella tassazione tradizionale, le perdite maturate all'interno dell'ISK non possono essere portate in deduzione da altri redditi. Si tratta di un vincolo che, tuttavia, viene di norma compensato dalla semplicità complessiva del regime e dal livello contenuto dell'aliquota effettiva.
- **Prelievi illimitati:** i fondi sono sempre prelevabili senza alcuna penalità di natura fiscale, assicurando piena flessibilità sotto il profilo della liquidità.

Rispetto ai regimi tradizionali, la tassazione forfettaria offre diversi vantaggi:

1. **Semplicità amministrativa:** il risparmiatore non è tenuto a ricostruire le singole operazioni né a calcolare plusvalenze e minusvalenze: ne discende una drastica compressione dei costi di conformità e dei margini di errore.
2. **Efficienza comportamentale:** l'assenza di tassazione sulla singola operazione rimuove l'incentivo a posticipare le vendite per evitare il realizzo, agevolando un riequilibrio attivo del portafoglio in funzione delle condizioni di mercato.
3. **Prevedibilità:** l'onere fiscale annuo è determinabile ex ante, in funzione del valore del conto e del tasso di riferimento, e agevola così la pianificazione finanziaria delle famiglie.

Il regime forfettario presenta tuttavia alcuni limiti. Nei periodi di rendimenti negativi il prelievo annuo resta dovuto a prescindere dalle perdite registrate; al contrario, in fasi di rendimenti elevati l'aliquota effettiva può risultare inferiore a quella della tassazione tradizionale sulle plusvalenze (Swedish Financial Supervisory Authority, 2024).

2.3.3 Requisiti di accesso e limiti di contribuzione

Possono aprire un ISK le persone fisiche in possesso di un personnummer svedese, ovvero il numero di identificazione personale; ne sono esclusi le società e i soggetti non residenti. Un tratto distintivo dello strumento è l'**assenza di limiti contributivi**: l'investitore può destinare al conto qualsiasi importo. Questa caratteristica differenzia l'ISK dagli altri schemi analizzati nel capitolo e riflette la fiducia che il sistema svedese ripone nel modello di tassazione forfettaria, ritenuto capace di garantire un gettito adeguato senza il ricorso a tetti contributivi (European Commission, 2025).

2.3.4 Attività ammissibili e vincoli di investimento

L'universo di investimento dell'ISK è particolarmente esteso: azioni quotate su mercati riconosciuti, domestici e internazionali; obbligazioni sovrane e societarie; quote di fondi comuni ed ETF; certificati e altri strumenti derivati strutturati. L'ampiezza dell'ammissibilità include anche strumenti complessi che in altri ordinamenti sarebbero esclusi dai veicoli a fiscalità agevolata destinati al risparmio retail.

Un altro tratto distintivo è l'**assenza di restrizioni geografiche**, che lascia agli investitori la possibilità di costruire portafogli globalmente diversificati. Il contrasto con il PEA francese (limitato all'UE/SEE) e con il PIR italiano (vincolato per il 70% al mercato domestico) è netto: i risparmiatori svedesi hanno pieno accesso ai mercati a maggiore crescita di Asia, Nord America ed economie emergenti (SNAO, 2018).

L'unico vincolo rilevante è che gli investimenti debbano avere a oggetto titoli negoziati su mercati riconosciuti. Gli investimenti diretti in società non quotate o in private equity non sono di norma ammessi nell'ISK, anche se i sottoscrittori possono comunque ottenere esposizione a queste classi di attività attraverso fondi quotati o società di investimento..

2.3.5 Canali distributivi

L'ISK è distribuito attraverso una pluralità di canali. Tutte le principali banche svedesi offrono il prodotto, di norma integrato nella propria gamma di servizi bancari. Il mercato è stato tuttavia profondamente trasformato dall'affermazione dei broker online: piattaforme come Avanza Bank e Nordnet propongono ISK con commissioni di custodia ridotte o azzerate, costi di transazione contenuti e un'ampia gamma di strumenti negoziabili.

La crescita dei broker online ha avuto un ruolo cruciale nella diffusione capillare dell'ISK. Commissioni di conto azzerate o minime, costi di transazione competitivi, interfacce di utilizzo immediate, strumenti

di analisi avanzati e cataloghi di prodotto particolarmente estesi hanno contribuito in misura determinante all'adozione di massa fra i risparmiatori (Finansinspektionen, 2025).

2.3.6 Andamento del mercato e diffusione

L'ISK ha conseguito un notevole successo e si è affermato come principale veicolo di investimento retail in Svezia. Nel 2024 il patrimonio complessivo si attestava intorno a 1.900 miliardi di corone svedesi (167 miliardi di euro), con una stima di 176 miliardi di euro a fine anno, su 3,8 milioni di conti registrati nel 2023. Il tasso di adozione del 52,3% sulla popolazione adulta è il più elevato fra i quattro strumenti analizzati nel capitolo; la quota del 7,8% sulla ricchezza finanziaria delle famiglie supera in misura significativa quelle di PEA francese (2,3%), ISA britannico (circa 5%) e PIR italiano (0,5%). Circa 70 miliardi di euro (pari al 40% del patrimonio investito in ISK) sono allocati su titoli svedesi, con un contributo rilevante allo sviluppo del mercato dei capitali domestico (European Commission, 2025).

Le ragioni di questo successo straordinario sono molteplici. Il modello di tassazione forfettaria libera il risparmiatore dalla necessità di tenere traccia delle singole operazioni e di calcolare plusvalenze e minusvalenze: ne discende una drastica riduzione del carico amministrativo e psicologico associato all'investimento, che rende il prodotto fruibile da una platea molto ampia di famiglie. Alla semplicità si affianca la flessibilità: l'assenza di tetti contributivi, la libertà di prelievo e l'assenza di periodi minimi di detenzione assicurano un'adattabilità completa a profili di liquidità anche molto diversi tra loro. L'assenza di restrizioni geografiche, infine, consente di costruire portafogli ottimamente diversificati su scala globale, riducendo il rischio e potenzialmente accrescendo i rendimenti in misura preclusa a strumenti più vincolati come il PIR o il PEA.

Al disegno strutturale dello strumento si affiancano fattori culturali e distributivi non meno importanti. La lunga tradizione svedese di proprietà azionaria, alimentata dal sistema della Premium Pension e da precedenti regimi di fiscalità agevolata, ha consolidato una solida cultura azionaria, che l'ISK ha ulteriormente rafforzato (Swedish National Audit Office, 2018). L'affermazione dei broker online a basso costo ha reso i conti ISK accessibili a tariffe contenute, in particolare per i risparmiatori più giovani, allargando la base di partecipazione ben oltre le famiglie benestanti che tradizionalmente concentrano la proprietà azionaria in altri Paesi. Il meccanismo di tassazione automatica neutralizza inoltre l'effetto di immobilizzo fiscale che scoraggia il riequilibrio di portafoglio nei regimi convenzionali sulle plusvalenze, favorendo una gestione più attiva ed efficiente. Il successo dello strumento ne ha fatto un punto di riferimento per altri ordinamenti europei: il regolatore lussemburghese (CSSF) ne ha esplicitamente avallato il modello, la Polonia ha annunciato nel 2025 l'intenzione di introdurre un conto ispirato all'ISK (SIFA, 2025) e anche il governo irlandese ha manifestato interesse per soluzioni di risparmio in stile svedese (Central Bank of Ireland, 2025).

Il favore fiscale di cui gode l'ISK non è tuttavia esente da critiche. Una parte del dibattito politico sostiene che il prelievo forfettario sia eccessivamente generoso, in particolare per gli investitori più abbienti, con portafogli di grandi dimensioni, e invoca un'imposizione più severa per garantire un gettito equilibrato (European Commission, 2025). L'introduzione della soglia di esenzione nel biennio 2025–2026 costituisce una risposta parziale a queste sollecitazioni: protegge in misura più consistente i piccoli risparmiatori senza intaccare gli elementi essenziali dell'architettura dello strumento.

2.4. Regno Unito: Individual Savings Account (ISA)

2.4.1 Evoluzione storica

L'Individual Savings Account (ISA) viene introdotto nel Regno Unito nell'aprile 1999, in sostituzione dei precedenti schemi a fiscalità agevolata: i Personal Equity Plan (PEP), del 1987, e i Tax-Exempt Special Savings Account (TESSA), del 1990. L'ISA segna un'operazione di consolidamento e semplificazione: i regimi precedenti confluiscono in un unico strumento, che opera in modo unitario tanto sul risparmio liquido quanto sull'investimento azionario (HM Revenue & Customs, 2025).

L'ISA risponde all'obiettivo del Governo britannico di incoraggiare il risparmio e l'investimento delle famiglie semplificando, al tempo stesso, il sistema fiscale. A differenza degli strumenti che lo hanno preceduto, fondati su regole e tetti separati, introduce un limite annuo unico, ripartibile in modo flessibile tra le diverse tipologie di strumenti: il risparmiatore guadagna ampiezza di scelta e l'apparato amministrativo si alleggerisce (Attanasio et al., 2004).

Negli ultimi due decenni, il quadro ISA si è evoluto significativamente. Il Governo ha introdotto molteplici varianti dell'ISA per servire diversi obiettivi di policy: **Cash ISA** (interessi esenti su depositi in contanti); **Stocks and Shares ISA** (rendimenti esenti su investimenti in azioni e obbligazioni); **Innovative Finance ISA**, introdotto nel 2016 (rendimenti esenti su peer-to-peer lending); **Lifetime ISA**, introdotto nel 2017 (concepito per gli acquirenti della prima casa e per il risparmio pensionistico, con un bonus governativo del 25% sui contributi fino a 4.000 sterline annue).

Nel 2024 il Governo britannico aveva proposto la creazione di un "British ISA", accompagnato da una franchigia annuale aggiuntiva di 5.000 sterline destinata in modo specifico agli investimenti in azioni domestiche. La proposta, concepita a sostegno dei mercati interni, è stata però successivamente ritirata: le consultazioni avevano fatto emergere complicazioni operative non trascurabili e il rischio di indebolire quella semplicità che è uno dei tratti identitari dello strumento (European Commission, 2025)..

2.4.2 Quadro normativo e fiscale

L'ISA prevede un trattamento fiscale particolarmente completo::

- **Esenzione dall'imposta sul reddito:** gli interessi maturati sui Cash ISA e i dividendi corrisposti sugli Stocks and Shares ISA sono integralmente esenti dall'imposta sul reddito.
- **Esenzione dall'imposta sulle plusvalenze:** le plusvalenze maturate all'interno di uno Stocks and Shares ISA sono esenti dalla Capital Gains Tax che, in regime ordinario, si applicherebbe al 10% sul basic rate o al 20% sull'higher rate per la parte eccedente la franchigia annua (£3.000 nell'esercizio 2024/25).
- **Assenza di vincoli di detenzione:** a differenza del PEA francese e del PIR italiano, l'ISA non prevede alcun periodo minimo di detenzione: i benefici fiscali decorrono fin dal primo giorno e i fondi sono prelevabili in qualunque momento senza penalità. Fa eccezione il Lifetime ISA, che applica una penalità del 25% sui ritiri non qualificati.
- **Assenza di reporting fiscale:** le posizioni e le operazioni in ISA non devono essere riportate in dichiarazione dei redditi: gli adempimenti dichiarativi del risparmiatore risultano così drasticamente semplificati.

Su un punto cruciale il trattamento fiscale dell'ISA risulta più favorevole di quello del PEA francese: non è previsto alcun periodo minimo di detenzione, e ciò garantisce piena flessibilità al risparmiatore. Il tetto contributivo annuo (20.000 sterline nell'esercizio 2024/25) è tuttavia inferiore al massimale complessivo

del PEA (150.000 euro) e sensibilmente più stretto rispetto all'ISK svedese, che non conosce limiti: ne discende un vincolo sull'ammontare complessivo che è possibile collocare in regime di fiscalità agevolata (HM Revenue & Customs, 2025).

2.4.3 Requisiti di accesso e limiti di contribuzione

Possono aprire un ISA i residenti britannici maggiorenni; per i Cash ISA il limite di età scende a 16 anni. Ciascun contribuente può versare fino a 20.000 sterline per anno fiscale (6 aprile – 5 aprile), ripartibili tra le diverse tipologie di ISA: l'intera somma può essere collocata in un unico prodotto o distribuita tra più strumenti, ad esempio 10.000 sterline su un Cash ISA e 10.000 su uno Stocks and Shares ISA.

Vale la pena sottolineare che le 20.000 sterline rappresentano un tetto **annuale**, non un massimale complessivo. Chi massimizza i versamenti su più esercizi può accumulare un patrimonio considerevole in regime di esenzione: a parità di limite (senza considerare gli aggiustamenti per inflazione) chi versasse l'importo massimo per 25 anni consecutivi raggiungerebbe 500.000 sterline, ben oltre il tetto complessivo del PEA francese, fissato a 150.000 euro.

Gli sviluppi più recenti hanno introdotto un margine di incertezza. Nel novembre 2025 il Governo britannico ha annunciato l'intenzione di ridurre il limite annuo dei Cash ISA a 12.000 sterline per gli individui sotto i 55 anni, mantenendo invariate le 20.000 sterline per gli over 55 (House of Commons Treasury Committee, 2025). Se confermata, la misura ridurrebbe l'attrattiva complessiva degli ISA per i risparmiatori più giovani, con un possibile spostamento delle allocazioni verso gli Stocks and Shares ISA.

2.4.4 Attività ammissibili e vincoli di investimento

Lo Stocks and Shares ISA accoglie un'ampia gamma di strumenti finanziari: azioni di società quotate su borse riconosciute (domestiche e internazionali); obbligazioni societarie e titoli di Stato; fondi di investimento, ovvero unit trust, OEIC e alcuni investment trust; exchange-traded fund (ETF); alcuni prodotti strutturati e derivati.

Un elemento distintivo è l'**assenza di restrizioni geografiche**, che lascia agli investitori la piena facoltà di costruire portafogli globalmente diversificati. L'impostazione si discosta in modo netto dai vincoli del PEA francese (75% UE/SEE) e del PIR italiano (70% Italia), rimuovendo una delle principali barriere alla diversificazione internazionale (HM Revenue & Customs, 2025).

Il Cash ISA accoglie i depositi presso conti di risparmio offerti da banche e building societies, i depositi a termine fisso e alcuni prodotti National Savings & Investments. L'Innovative Finance ISA consente, invece, di investire in piattaforme di peer-to-peer lending, operazioni di crowdfunding di debito e altri strumenti di finanza alternativa.

L'ampiezza dell'universo investibile, unita all'assenza di restrizioni geografiche, colloca l'ISA tra gli strumenti retail a fiscalità agevolata più flessibili disponibili nel panorama internazionale. Una flessibilità che rappresenta uno dei principali ingredienti del suo successo.

2.4.5 Canali distributivi

Gli ISA sono distribuiti attraverso un'ampia gamma di canali. Banche e building societies offrono Cash ISA e, in misura crescente, Stocks and Shares ISA, fornendo ampio accesso attraverso le relazioni bancarie esistenti. Piattaforme di investimento online come Hargreaves Lansdown, AJ Bell e Interactive Investor offrono Stocks and Shares ISA con accesso a migliaia di fondi e singoli titoli, mentre servizi di gestione patrimoniale digitale come Nutmeg e Wealthify mettono a disposizione portafogli ISA gestiti da algoritmi per investitori che cercano un approccio più passivo. I consulenti finanziari indipendenti

raccomandano gli ISA nell'ambito di pianificazioni finanziarie complete, e alcuni datori di lavoro facilitano le contribuzioni ISA tramite trattenute in busta paga, ampliando ulteriormente l'accessibilità del prodotto.

La pluralità dei canali distributivi ha contribuito in misura significativa all'adozione capillare dell'ISA, garantendone l'accessibilità a risparmiatori con esigenze e profili tra loro molto diversi. L'apertura del sistema distributivo ha inoltre alimentato la concorrenza tra operatori, traducendosi in costi più contenuti per i sottoscrittori.

2.4.6 Andamento del mercato e diffusione

L'ISA ha raggiunto una dimensione considerevole e si è affermato come pilastro del risparmio delle famiglie britanniche. Al termine dell'esercizio fiscale 2022/23 il patrimonio complessivo superava i 725,9 miliardi di sterline (circa 849 miliardi di euro) ripartiti tra Stocks and Shares ISA per 430,8 miliardi (circa 504 miliardi di euro) e Cash ISA per circa 295 miliardi. Al 2020 erano attivi 6,3 milioni di Stocks and Shares ISA e 24 milioni di Cash ISA, e circa il 39,2% degli adulti britannici era titolare di almeno una forma di ISA. Pur a fronte di un tasso di adozione tra i più alti dei quattro strumenti analizzati nel capitolo, la quota dell'ISA sulla ricchezza finanziaria delle famiglie si attesta intorno al 5%, sensibilmente al di sotto del 7,8% dell'ISK svedese: una divergenza che riflette la quota significativa di patrimonio detenuto in Cash ISA, strumenti che offrono rendimenti più contenuti rispetto a quelli azionari (HM Revenue & Customs, 2025).

Le ragioni del successo dell'ISA sono molteplici. Lo strumento, considerando anche gli schemi che l'hanno preceduto, conta ormai oltre venticinque anni di storia: un radicamento profondo nella cultura finanziaria britannica che pochi prodotti comparabili possono vantare. L'assenza di vincoli di detenzione e la possibilità di prelevare i fondi in qualunque momento garantiscono una flessibilità completa, particolarmente apprezzata da chi presenta esigenze di liquidità mutevoli. L'ampiezza dell'universo investibile, dai depositi liquidi alle azioni globali, consente di calibrare lo strumento sui diversi profili di rischio e obiettivi di investimento, mentre il limite annuo unico e l'assenza di vincoli complessi di allocazione lo rendono semplice da comprendere e da utilizzare. A queste caratteristiche di disegno si aggiunge una distribuzione capillare assicurata da banche, piattaforme di investimento, consulenti finanziari e datori di lavoro: una visibilità che raggiunge le famiglie a tutti i livelli di reddito.

Lo strumento si confronta tuttavia con alcune sfide rilevanti. Negli ultimi anni si è osservato uno spostamento marcato dei flussi verso i Cash ISA a scapito degli Stocks and Shares ISA, alimentato in parte dal rialzo dei tassi di interesse e dalle preoccupazioni sulla volatilità dei mercati azionari: una dinamica che attenua il contributo dell'ISA allo sviluppo dei mercati dei capitali (HM Revenue & Customs, 2025). La prospettata riduzione del tetto dei Cash ISA per i risparmiatori più giovani e il ritiro del progetto di "British ISA" hanno introdotto incertezza sulla direzione futura della policy, con il rischio di indebolire la fiducia delle famiglie nello strumento (House of Commons Treasury Committee, 2025). Anche la moltiplicazione delle varianti (Cash, Stocks and Shares, Innovative Finance, Lifetime, Junior) ha accresciuto la complessità del sistema, generando potenziale confusione tra gli investitori meno sofisticati a dispetto della semplicità del meccanismo di base. L'evidenza empirica suggerisce inoltre che una quota significativa degli investimenti in ISA corrisponda a una riallocazione di attività preesistenti più che a nuovo risparmio netto, con benefici concentrati nelle famiglie più benestanti (Attanasio et al., 2004). Nonostante questi limiti, l'ISA resta un modello di grande successo per il risparmio a fiscalità agevolata, capace di coniugare adozione di massa e accumulo patrimoniale di rilievo.

2.5. Analisi comparata

2.5.1 Trattamento fiscale e struttura degli incentivi

I quattro strumenti analizzati adottano impostazioni fiscali nettamente differenti, da cui discendono implicazioni distinte sul comportamento degli investitori e sui processi di accumulo patrimoniale.

Il PIR italiano offre il regime più generoso: piena esenzione dall'imposta sul reddito su plusvalenze, interessi e dividendi e, per gli investimenti detenuti almeno cinque anni, esenzione anche dall'imposta di successione. Un'architettura tra le più favorevoli sul piano internazionale, che tuttavia il vincolo del 70% sugli investimenti in Italia depotenzia, riducendo le possibilità di diversificazione e concorrendo alla bassa adozione (European Commission, 2025).

Il PEA francese esenta dall'imposta sul reddito plusvalenze e dividendi maturati dopo i cinque anni di detenzione, mantenendo però dovuti i contributi sociali al 17,2%. L'aliquota effettiva scende così dal 30% applicato fuori dal PEA al 17,2% una volta compiuto il quinquennio; i prelievi anticipati determinano in genere la chiusura del conto e il ritorno alla piena tassazione del 30%. Il beneficio fiscale è quindi più contenuto di quello del PIR, ma resta sostanziale: l'aliquota effettiva viene abbattuta di 12,8 punti percentuali (Banque de France, 2023).

L'ISK svedese percorre una strada radicalmente diversa: un prelievo annuo forfettario sul valore del conto, pari allo 0,888% nel 2025, accompagnato da una franchigia esente di 150.000 corone svedesi destinata a raddoppiare a 300.000 corone nel 2026. Lo schema sostituisce integralmente la logica della tassazione delle plusvalenze sulle singole operazioni. L'aliquota effettiva varia in funzione dei rendimenti realizzati: nei portafogli ad alto rendimento il prelievo forfettario può risultare inferiore alla tassazione tradizionale; in quelli a basso rendimento o in perdita può invece eccederla. Il vero punto di forza dell'ISK risiede nella semplicità del meccanismo e nell'eliminazione degli effetti di immobilizzo fiscale (Finansinspektionen, 2025).

L'ISA britannico garantisce piena esenzione sia dall'imposta sul reddito sia da quella sulle plusvalenze, senza alcun vincolo di detenzione: si tratta del trattamento più generoso e flessibile tra i quattro strumenti analizzati. Il tetto contributivo annuo di 20.000 sterline rappresenta tuttavia un limite all'ammontare complessivo che può essere collocato in regime agevolato, particolarmente sentito dai contribuenti con patrimoni più elevati (HM Revenue & Customs, 2025).

Valutazione comparativa. Sul piano del disegno comportamentale, il modello forfettario dell'ISK e l'impostazione senza vincoli di detenzione dell'ISA si dimostrano superiori, in quanto eliminano gli oneri di conformità, gli incentivi distorsivi alla tempistica dell'investimento e gli effetti di immobilizzo fiscale tipici dei regimi tradizionali. PIR e PEA, pur a fronte di esenzioni nominali più generose, scontano costi di conformità e vincoli operativi che ne ostacolano l'adozione di massa (Attanasio et al., 2004).

2.5.2 Limiti di contribuzione e flessibilità

I tetti contributivi differiscono in misura sensibile tra i quattro strumenti:

Strumento	Limite annuo	Limite complessivo	Flessibilità
PIR (tradizionale)	€40.000	€200.000	Bassa (vincolo di detenzione 5 anni)
PIR (alternativo)	€300.000	€1.500.000	Bassa (vincolo di detenzione 5 anni)
PEA	N/A	€150.000	Bassa (vincolo di detenzione 5 anni)
PEA-PME	N/A	€225.000 (combinato con PEA)	Bassa (vincolo di detenzione 5 anni)
ISK	Nessuno	Nessuno (esente fino a 300.000 SEK)	Alta (nessun vincolo di detenzione)
ISA	£20.000 (~€23.400)	Nessuno	Alta (nessun vincolo di detenzione)

L'ISK svedese si caratterizza per l'assenza di qualsiasi tetto contributivo, lasciando al risparmiatore la piena facoltà di destinarvi capitali illimitati. L'impostazione riflette la fiducia che il sistema svedese ripone nella semplicità del modello forfettario, ritenuto capace di generare un gettito adeguato senza bisogno di soglie artificiali. L'assenza di limiti risulta particolarmente vantaggiosa per i contribuenti con patrimoni elevati e per chi intende concentrare la propria ricchezza in una struttura fiscalmente efficiente (European Commission, 2025).

L'ISA britannico prevede un tetto annuo ma non un massimale complessivo, condizione che apre la strada ad accumulazioni patrimoniali significative nel lungo periodo. Un risparmiatore che massimizzi i versamenti per 25 anni consecutivi accumulerebbe 500.000 sterline, superando ampiamente il tetto complessivo del PEA francese.

Il PEA francese presenta un massimale complessivo di 150.000 euro (225.000 considerando l'aggregato di PEA e PEA-PME) che frena l'accumulo di lungo periodo, risultando sensibilmente più restrittivo rispetto a ISK e ISA (Banque de France, 2023).

Il PIR italiano presenta i tetti più stringenti nella versione tradizionale (40.000 euro annui e 200.000 complessivi) mentre il PIR alternativo si attesta su soglie ben più elevate (300.000 euro annui e 1,5 milioni complessivi). I limiti del PIR tradizionale appaiono particolarmente angusti se letti alla luce del mandato di allocazione vincolante in titoli small cap e in società non quotate illiquide (Caselli e Zava, 2025).

Valutazione comparativa: l'assenza di tetti dell'ISK e il limite solo annuale dell'ISA assicurano flessibilità massima e una piena capacità di accumulo di lungo periodo. I massimali complessivi di PIR e PEA, al contrario, introducono vincoli capaci di scoraggiare proprio i risparmiatori più disciplinati e con orizzonti più estesi, comprimendo l'efficacia complessiva dello strumento.

2.5.3 Attività ammissibili e restrizioni geografiche

Le restrizioni geografiche e sulle attività ammissibili variano in modo significativo:

Il PIR italiano impone i vincoli più stringenti: il 70% del portafoglio deve essere collocato in società italiane o ivi stabilite, con sotto-quote dedicate alle small cap (25% del 70%) e alle società non quotate (5% del 70%). Si tratta di un'architettura che comprime drasticamente la diversificazione ed espone l'investitore al rischio di concentrazione nel mercato italiano, che rappresenta meno del 3% della capitalizzazione globale dei mercati azionari (European Commission, 2025).

Il PEA francese richiede una soglia minima del 75% di esposizione ad azioni UE/SEE, in via diretta o per il tramite di fondi. Pur essendo meno stringente del PIR, il vincolo esclude i mercati a maggiore crescita di Asia e Nord America, comprimendo le possibilità di diversificazione. Il PEA-PME aggiunge ulteriori restrizioni, circoscrivendo gli investimenti alle PMI che soddisfano specifici parametri dimensionali (Banque de France, 2023).

L'ISK svedese e l'ISA britannico non prevedono restrizioni geografiche e lasciano al risparmiatore la libertà di costruire portafogli globalmente diversificati. L'impostazione garantisce l'accesso all'intero ventaglio dei mercati azionari mondiali, comprese le regioni e i settori ad alta crescita poco rappresentati nei listini europei (HM Revenue & Customs, 2025; Swedish Financial Supervisory Authority, 2024).

Valutazione comparativa. L'assenza di restrizioni geografiche in ISK e ISA costituisce un vantaggio rilevante, perché consente una diversificazione ottimale e l'accesso alle opportunità di crescita su scala globale. Il mandato del PIR centrato sull'Italia e il vincolo del PEA all'area europea rispondono a finalità di politica industriale, ma scontano un trade-off non trascurabile: una diversificazione ridotta e rendimenti corretti per il rischio potenzialmente inferiori. L'evidenza empirica suggerisce, peraltro, che

le restrizioni geografiche scoraggino la partecipazione, in particolare degli investitori più sofisticati, che hanno piena consapevolezza dei benefici della diversificazione globale (OECD, 2007).

2.5.4 Profili degli investitori e tassi di adozione

Figura 19 – Quota di ricchezza finanziaria totale

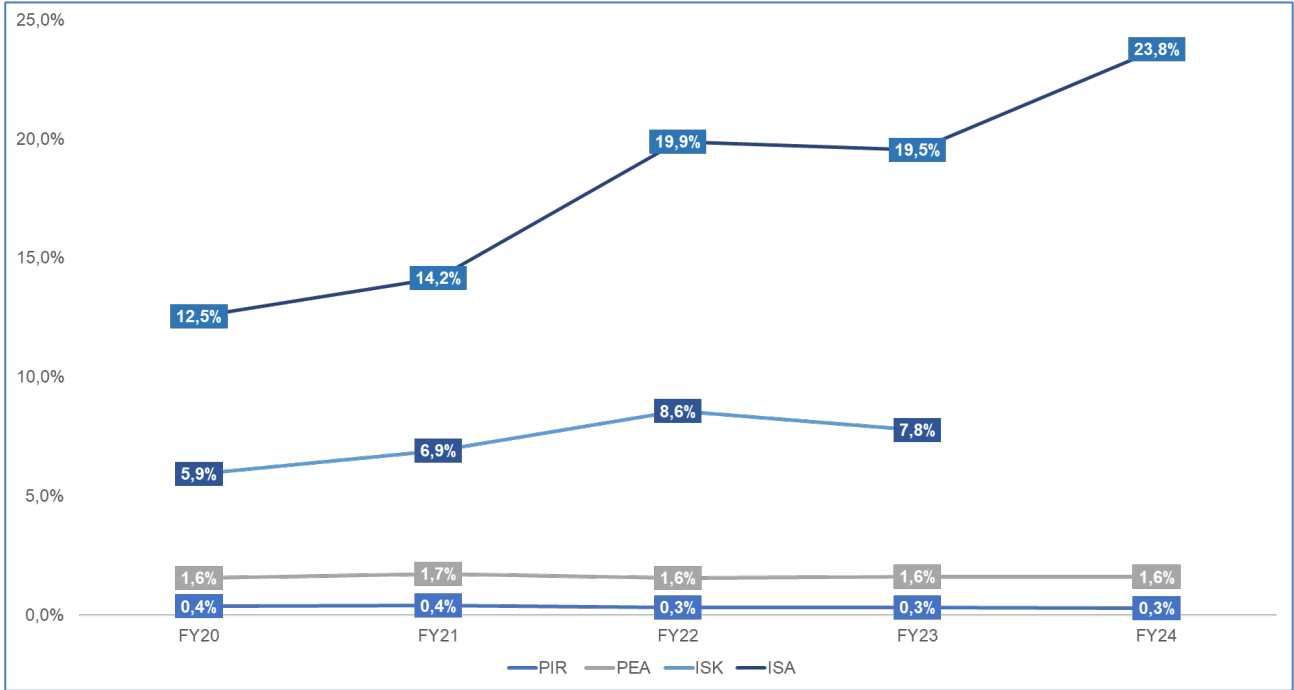


Figura 20 – Tasso di adozione

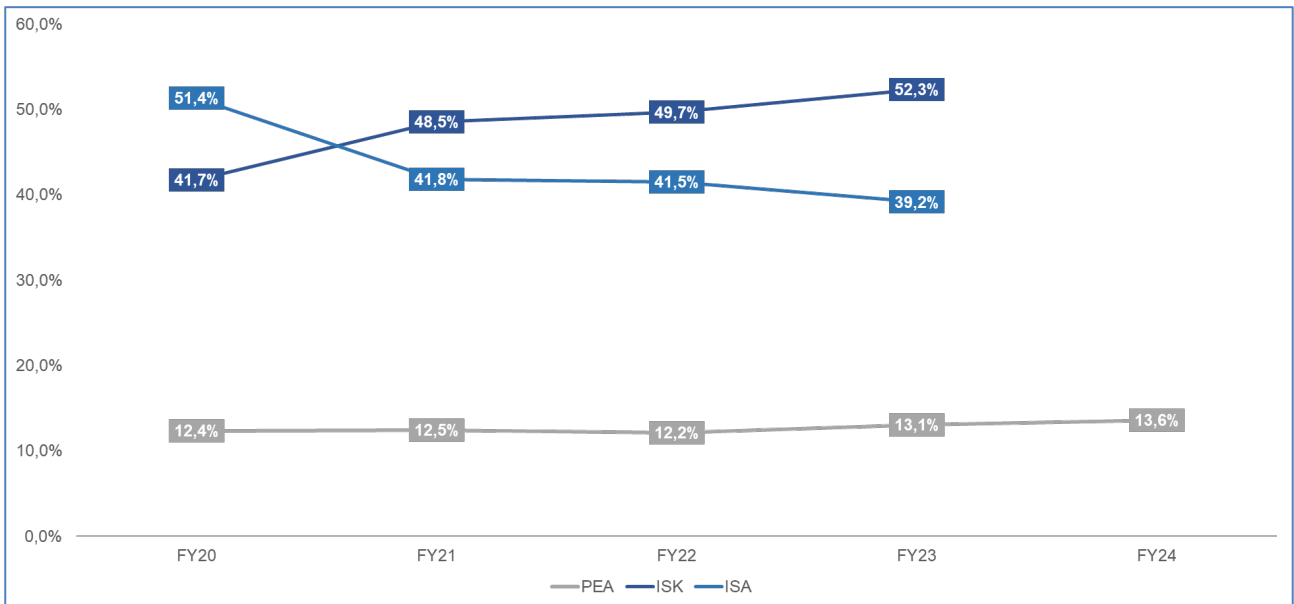
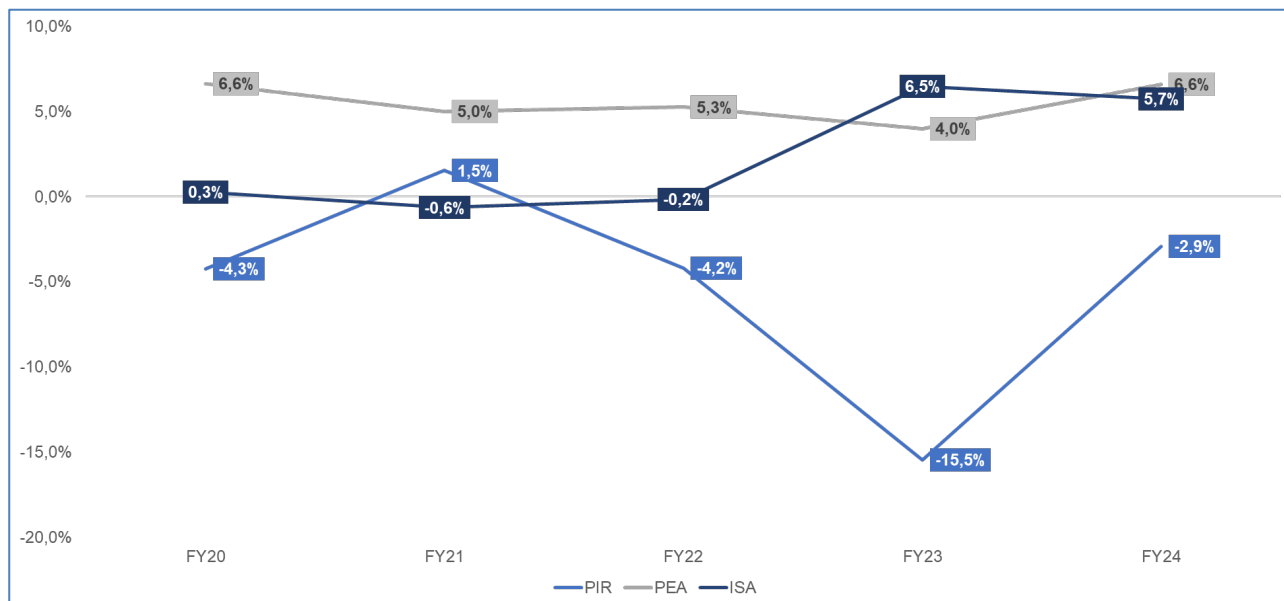


Figura 21 – Inflows/AUM



L'ISK svedese si distingue per una diffusione capillare e per il radicamento profondo nei comportamenti d'investimento delle famiglie, alimentati dal trattamento fiscale automatico e dalla facilità d'uso dello strumento. Anche l'ISA britannico esibisce una solida adozione retail e un patrimonio cumulato di rilievo, sebbene la dinamica più recente abbia rallentato. Il PEA francese beneficia di incentivi fiscali consolidati e di un'adozione moderata, prevalentemente concentrata nelle famiglie più benestanti. Il PIR italiano, nonostante il regime fiscale particolarmente generoso, ha conseguito una diffusione contenuta, riflesso di sfide strutturali più ampie nel coinvolgimento del risparmiatore retail e nella partecipazione ai mercati azionari.

Tassi di adozione e profili degli investitori divergono in misura marcata::

Strumento	Tasso di adozione	Quota ricchezza finanziaria	Profilo investitore principale
PIR	1,5%	0,5%	Benestanti, con cultura azionaria
PEA/PEA-PME	13,4%	2,3%	Classe media e medio-alta
ISK	52,3%	7,8%	Diffuso, tutti i livelli di reddito
ISA	39,2%	19,5%	Diffuso, tutti i livelli di reddito

L'ISK svedese registra la quota più elevata di ricchezza finanziaria (7,8%) insieme a un tasso di adozione del 52,3%, segnale di un'integrazione profonda nel comportamento d'investimento delle famiglie a tutti i livelli di reddito. Semplicità e flessibilità hanno trasformato l'ISK in un veicolo di risparmio diffuso, ben lontano dalla logica del prodotto di nicchia per investitori abbienti (SIFA, 2025).

L'ISA britannico registra la adozione più elevata (39,2%) ma una quota di ricchezza finanziaria più contenuta, pari al 5%, riflesso della prevalenza dei prodotti pensionistici nei portafogli britannici. La diffusione capillare convive con una concentrazione significativa del patrimonio nei Cash ISA, a scapito delle versioni azionarie (HM Revenue & Customs, 2025).

Il PEA francese presenta un'adozione intermedia (13,4%) e una quota di ricchezza finanziaria contenuta (2,3%). La diffusione si concentra prevalentemente nella classe media e medio-alta con un interesse specifico per l'investimento azionario, riflesso della centralità dell'assicurazione sulla vita come canale principale del risparmio retail francese (Pfister, 2018).

Il PIR italiano registra il tasso di adozione più basso (1,5%) e la quota minima di ricchezza finanziaria (0,5%), un risultato che testimonia il limitato successo nell'intercettare l'investitore retail. La detenzione si concentra in larga parte presso famiglie benestanti con cultura azionaria già sviluppata, lontano dalla diffusione di massa a cui lo strumento ambiva.

Valutazione comparativa: l'adozione di massa di ISK e ISA dimostra che semplicità, flessibilità e assenza di vincoli restrittivi sono leve di partecipazione retail più potenti rispetto a strumenti con mandati angusti e regole complesse come PIR e PEA-PME. Il messaggio per le istituzioni italiane è netto: replicare il successo svedese o britannico richiede di ripensare lo strumento a partire dalla realtà comportamentale delle famiglie.

2.5.5 Obiettivi di policy ed efficacia

I quattro strumenti riflettono priorità di policy nettamente differenziate::

Il PIR italiano persegue in modo esplicito obiettivi di politica industriale: indirizzare il risparmio delle famiglie verso le PMI italiane per colmare un gap di finanziamento. La limitata diffusione dello strumento (19 miliardi di euro di patrimonio) segnala però un impatto modesto sul finanziamento delle imprese-bersaglio, mentre i deflussi netti registrati nel 2023 evidenziano un'erosione della fiducia dei risparmiatori (European Commission, 2025).

Il PEA-PME francese persegue analogamente il finanziamento delle PMI, ma con un'ambizione pan-europea. Anche in questo caso la scala risulta contenuta (appena 2,7 miliardi di euro di patrimonio) riflesso di una difficoltà comune a tutti gli schemi specializzati con mandati restrittivi sulla diversificazione. Il PEA standard, forte di 112,7 miliardi di euro, esercita un impatto ben più consistente sulla liquidità dei mercati azionari europei, sebbene la maggior parte delle risorse sia di fatto allocata in titoli large cap anziché in PMI (Banque de France, 2023).

L'ISK svedese privilegia la partecipazione azionaria diffusa e un ampio accesso ai mercati dei capitali, senza pretendere di indirizzare il risparmio verso settori o tipologie specifiche di imprese. Con 176 miliardi di euro di patrimonio e un'adozione del 52,3% sulla popolazione adulta, lo strumento ha contribuito allo sviluppo dei mercati dei capitali svedesi e all'accumulo patrimoniale delle famiglie. Circa 70 miliardi di euro risultano investiti in titoli svedesi, offrendo un sostegno significativo ai mercati domestici senza che tale destinazione sia imposta per via normativa (Swedish Financial Supervisory Authority, 2024).

L'ISA britannico persegue analogamente la diffusione del risparmio e dell'investimento, senza obiettivi settoriali specifici. Con 726 miliardi di sterline di patrimonio, lo strumento ha contribuito in misura significativa all'accumulo patrimoniale delle famiglie britanniche e allo sviluppo dei mercati dei capitali; la prevalenza dei Cash ISA ne attenua tuttavia il contributo specifico al mercato azionario (HM Revenue & Customs, 2025).

Valutazione comparativa. L'evidenza empirica indica con chiarezza che gli strumenti improntati a semplicità e partecipazione diffusa (ISK, ISA) conseguono risultati di scala e impatto sensibilmente superiori rispetto a quelli vincolati a mandati espliciti di politica industriale (PIR, PEA-PME). Pur apparendo allettanti dal punto di vista del decisore pubblico, i requisiti di allocazione mirata scoraggiano la partecipazione dei risparmiatori e finiscono per ridurre, in ultima istanza, proprio il flusso di capitale verso i beneficiari designati. Un approccio più efficace potrebbe consistere nel costruire strumenti semplici e flessibili capaci di un'adozione di massa, affidando poi al mercato e a politiche complementari, come i fondi pubblici di co-investimento, il compito di indirizzare il capitale verso i settori prioritari (European Commission, 2025).

2.5.6 Tabella di sintesi comparativa

La seguente tabella sintetizza le dimensioni chiave del confronto:

Dimensione	PIR (Italia)	PEA/PEA-PME (Francia)	ISK (Svezia)	ISA (Regno Unito)
Anno di introduzione	2017 (tradizionale) 2021 (alternativo)	1992 (PEA) 2014 (PEA-PME)	2012	1999
Trattamento fiscale	Piena esenzione (imposta sul reddito + successione) dopo 5 anni	Esenzione imposta sul reddito dopo 5 anni; contributi sociali 17,2%	Prelievo forfettario annuo (0,888% nel 2025) sul valore eccedente la soglia	Piena esenzione (imposta sul reddito + plusvalenze); nessun vincolo di detenzione
Periodo di detenzione	5 anni (obbligatoria)	5 anni (per pieno beneficio)	Nessuno	Nessuno
Limite annuo di contribuzione	€40.000 (tradizionale) €300.000 (alternativo)	Nessuno	Nessuno	£20.000 (~€23.400)
Limite complessivo di contribuzione	€200.000 (tradizionale) €1,5M (alternativo)	€150.000 (PEA) €225.000 (combinato)	Nessuno	Nessuno
Restrizioni geografiche	70% Italia/stabilite in Italia	75% UE/SEE	Nessuna	Nessuna
Mandato di allocazione PMI	Sì (25% small-cap + 5% non quotate del 70% domestico)	Sì (solo PEA-PME)	No	No
Flessibilità di prelievo	Bassa (vincolo di detenzione 5 anni)	Bassa (vincolo di detenzione 5 anni)	Alta (in qualsiasi momento)	Alta (in qualsiasi momento)
Patrimonio totale (2023-2024)	€19 miliardi	€115 miliardi	€176 miliardi	£726 miliardi (~€849 miliardi)
Tasso di adozione	1,5%	13,4%	52,3%	39,2%
Quota di ricchezza finanziaria	0,5%	2,3%	7,8%	19,5%
Distribuzione principale	Banche, assicurazioni	Banche, broker online	Banche, broker online	Banche, piattaforme, consulenti
Fattori di successo principali	Successo limitato per le restrizioni	Successo moderato; percorso consolidato	Elevato successo; semplicità + flessibilità	Elevato successo; flessibilità + ampiezza degli asset
Principali limiti	Mandato restrittivo; bassa cultura azionaria	Concorrenza dell'assicurazione sulla vita; vincolo UE	Dibattito politico sulla generosità fiscale	Spostamento verso cash; incertezza di policy

Riflessioni conclusive

Il portafoglio finanziario delle famiglie italiane presenta inefficienze strutturali che limitano l'accumulo patrimoniale e lo sviluppo dei mercati dei capitali. L'analisi sviluppata in questo rapporto identifica due inefficienze principali, ciascuna con implicazioni rilevanti per il benessere delle famiglie e per la crescita economica.

In primo luogo, si osserva una persistente preferenza per attività liquide e a basso rendimento nei portafogli delle famiglie italiane. Al 2023, le famiglie italiane detenevano il 27,7% delle proprie attività finanziarie in forma di liquidità e depositi, un valore superiore alla media dell'area euro e circa il doppio della quota svedese, pari al 13,5%. Il Regno Unito ha recentemente raggiunto livelli comparabili di detenzione di attività liquide (34,1% nel 2024), ma tale dinamica riflette condizioni macroeconomiche post-pandemiche, l'aumento dei tassi sui depositi e la cautela degli investitori nei confronti dei mercati azionari in seguito al ciclo di rialzo dei tassi del 2022, mentre l'allocazione italiana è di natura strutturale e persistente, essendosi mantenuta al di sopra del 27% nell'arco dell'ultimo decennio. Tale preferenza per attività liquide a basso rendimento riflette sia una marcata avversione culturale al rischio sia fattori di natura istituzionale, tra cui la limitata educazione finanziaria e la storica instabilità del settore bancario.

In secondo luogo, la partecipazione al mercato azionario resta ampiamente sottodimensionata. Le detenzioni dirette di azioni si attestano al 6,4% delle attività finanziarie delle famiglie, contro il 18,7% del Regno Unito e il 12,3% della Svezia. Includendo anche l'esposizione azionaria indiretta per il tramite di fondi di investimento e prodotti assicurativi, l'allocazione azionaria complessiva si colloca al di sotto del 20%, a fronte del 35-40% riscontrato nelle economie anglosassoni. Questo divario nella partecipazione azionaria si traduce, secondo le nostre stime, in una perdita di 1,2-1,8 punti percentuali di rendimento reale annuo sulla ricchezza delle famiglie italiane nell'ultimo ventennio.

In questa sezione si propone uno strumento alternativo di investimento retail concepito per affrontare le sfide strutturali nell'allocazione delle attività finanziarie delle famiglie italiane e nella partecipazione ai mercati dei capitali. Attingendo alle migliori pratiche internazionali dell'*Investeringssparkonto* svedese (ISK), si propone l'**ISK italiano (Conto di Investimento a Tassazione Forfettaria)**: un conto a tassazione presuntiva forfettaria di matrice svedese, che applica un'imposta annua sul valore complessivo del portafoglio anziché sulle plusvalenze realizzate. Questa impostazione elimina l'effetto di immobilizzo fiscale, semplifica gli adempimenti e incoraggia il riequilibrio attivo del portafoglio, assicurando al tempo stesso entrate fiscali prevedibili per l'erario.

Lo strumento sarebbe geograficamente vincolato ad attività finanziarie dello Spazio Economico Europeo (SEE), a sostegno degli obiettivi della Savings and Investments Union della Commissione europea, e indirizzerebbe il risparmio delle famiglie italiane verso i mercati azionari europei. La proposta affronta la persistente preferenza dei risparmiatori italiani per le attività domestiche (*equity home bias*), la bassa partecipazione al mercato azionario (6,4% di detenzioni dirette di azioni contro il 18,7% di media UE) e l'eccessiva concentrazione in depositi a basso rendimento (31,8% delle attività finanziarie delle famiglie).

3.1 ISK italiano: disegno e implementazione

3.1.1 Caratteristiche fondamentali del disegno

L'ISK italiano (Conto di Investimento a Tassazione Forfettaria) adatta al contesto nazionale il modello svedese dell'Investeringssparkonto, sostituendo la tassazione delle plusvalenze al momento del realizzo con un'imposta presuntiva annua sul valore complessivo del portafoglio. Questa impostazione mira a rimuovere gli ostacoli pratici e gli adempimenti che caratterizzano i regimi tradizionali, favorendo al tempo stesso una più ampia partecipazione delle famiglie ai mercati dei capitali.

Imposta forfettaria presuntiva. Gli investitori pagano un'imposta annua calcolata come percentuale fissa del valore medio del conto nel corso dell'anno fiscale, indipendentemente dai rendimenti effettivi, dai guadagni realizzati e dalle distribuzioni di reddito. In Svezia l'aliquota è pari al tasso di riferimento della Banca centrale svedese maggiorato dell'1%, moltiplicato per il 30%, con una soglia minima dello 0,5% del valore del portafoglio. Come illustrato nelle sezioni successive, assumendo il medesimo schema di calcolo per l'Italia e un tasso BCE sulle operazioni di rifinanziamento principali del 3%, l'aliquota forfettaria risulterebbe pari all'1,2%.

Logica della tassazione presuntiva. Questo approccio elimina l'effetto di immobilizzo fiscale tipico delle imposte sulle plusvalenze al realizzo, che scoraggiano il riequilibrio del portafoglio e un'allocazione efficiente degli strumenti. Tassando il rendimento presuntivo anziché quello effettivamente realizzato, l'ISK incentiva la gestione attiva, l'assunzione di rischio e la diversificazione. Il sistema assicura inoltre entrate fiscali stabili e prevedibili, indipendenti dalla volatilità di mercato e dall'operatività degli investitori.

Ambito geografico. In coerenza con gli obiettivi della Savings and Investments Union, gli strumenti finanziari ammissibili devono essere domiciliati o quotati nello SEE. Rientrano nell'ambito di applicazione azioni, obbligazioni, quote di fondi UCITS e di FIA, ETF e altri strumenti finanziari negoziabili. Questa impostazione assicura che la mobilitazione del risparmio italiano sia indirizzata verso i mercati europei.

Liquidità e flessibilità. Sono ammessi prelievi illimitati in qualsiasi momento; gli importi prelevati non ripristinano la capacità contributiva e non è previsto alcun periodo minimo di detenzione. Questa impostazione rende lo strumento accessibile a un'ampia platea di investitori, in particolare a quelli con esigenze potenziali di liquidità o con orizzonti di investimento incerti.

Meccanismo amministrativo. Gli intermediari finanziari calcolano l'imposta annua sulla base dei valori medi mensili del conto, trattengono l'importo dovuto e lo versano direttamente all'erario per conto dell'investitore. Questo meccanismo elimina ogni adempimento fiscale aggiuntivo a carico delle famiglie e garantisce al tempo stesso l'efficienza della riscossione.

3.1.2 Metodologia di calcolo dell'imposta

L'imposta sull'ISK italiano è calcolata secondo la seguente procedura:

Fase 1: Determinazione del tasso di riferimento: il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della Banca centrale europea, rilevato al 30 novembre dell'anno fiscale, costituisce la base di riferimento. Per il calcolo illustrativo, si assume un tasso BCE del 3,0%.

Fase 2; Calcolo del rendimento presuntivo: rendimento presuntivo = (tasso BCE + 1%) = 4,0% del valore medio del portafoglio.

Fase 3: Applicazione dell'aliquota fiscale: imposta annua = rendimento presuntivo × 30% = 4,0% × 30% = 1,2% del valore medio del portafoglio.

Fase 4: Applicazione del livello minimo: qualora l'aliquota calcolata risulti inferiore allo 0,5%, si applica la soglia minima. Nell'esempio, 1,2% > 0,5%, dunque si utilizza l'aliquota calcolata.

Esempio: un investitore con un saldo medio dell'ISK italiano pari a 50.000 euro nel 2026 paga 600 euro di imposta annua (1,2% × 50.000 euro), indipendentemente dal fatto che il portafoglio abbia guadagnato il 15%, perso il 5% o sia rimasto invariato.

3.1.3 Comparative Analysis: ISK versus Traditional Taxation

La Tabella 3.2 illustra l'onere fiscale sotto il regime dell'ISK italiano rispetto alla tassazione standard del 26% sulle plusvalenze in diversi scenari di rendimento:

Valore del portafoglio	Rendimento annuo effettivo	Guadagno effettivo	Imposta standard (26%)	Imposta ISK (1,2%)	Differenza fiscale
€50.000	3%	€1.500	€390	€600	+€210 (ISK più alta)
€50.000	6%	€3.000	€780	€600	-€180 (ISK più bassa)
€50.000	10%	€5.000	€1.300	€600	-€700 (ISK più bassa)
€50.000	-5%	-€2.500	€0	€600	+€600 (ISK più alta)
€100.000	8%	€8.000	€2.080	€1.200	-€880 (ISK più bassa)

L'ISK risulta più conveniente della tassazione tradizionale quando i rendimenti effettivi degli investimenti superano approssimativamente il 4,6% annuo: questo è il punto di pareggio oltre il quale l'imposizione presuntiva diventa più favorevole della tassazione delle plusvalenze al realizzo. In termini lordi, la soglia equivalente è pari a circa il 15,4% (4,0% diviso per l'aliquota del 26%). Negli scenari ad alto rendimento, e in particolare quando gli investitori ottengono rendimenti di tipo azionario dell'ordine dell'8–10% annuo, l'ISK genera benefici significativi, riducendo l'onere fiscale di circa il 40–50% rispetto alla tassazione tradizionale basata sul realizzo. La struttura del prelievo implica tuttavia che l'obbligo fiscale permanga anche in presenza di rendimenti bassi o negativi: gli investitori sono tassati sulla base presuntiva indipendentemente dalla performance effettiva, il che assicura un livello minimo di gettito ma può penalizzare i portafogli più conservativi o quelli esposti a fasi di ribasso. Al tempo stesso, l'ISK elimina l'effetto di immobilizzo fiscale tipico dei sistemi di tassazione tradizionali, poiché non impone penalità fiscali aggiuntive sul riequilibrio del portafoglio, sulla vendita di strumenti rivalutati o sul realizzo dei guadagni, favorendo così un'allocazione di portafoglio più efficiente e, più in generale, l'efficienza dei mercati.

3.2 Conclusioni

Il modo in cui le famiglie europee allocano la propria ricchezza non è più soltanto una questione di preferenza privata: è divenuto un fattore decisivo per lo sviluppo dei mercati dei capitali europei, per il finanziamento delle imprese e per la sicurezza finanziaria di lungo periodo delle famiglie stesse. L'Italia ne costituisce una manifestazione particolarmente evidente, combinando alcuni tra i più elevati livelli di ricchezza aggregata delle famiglie dell'area euro con allocazioni di portafoglio tra le più conservative. L'obiettivo di questo rapporto non è stato pertanto quello di catalogare il panorama esistente dei conti retail a fiscalità agevolata, ma di interrogarsi sulle ragioni per cui alcuni schemi siano riusciti a portare le famiglie nei mercati dei capitali, mentre altri siano stati altrettanto efficaci.

L'analisi si è sviluppata su tre livelli di confronto. Sul piano della composizione della ricchezza delle famiglie, il rapporto ha documentato i diversi modelli di allocazione delle famiglie italiane, francesi, britanniche e svedesi nel corso di oltre due decenni, individuando nell'architettura dei sistemi pensionistici nazionali, nel trattamento fiscale dell'immobiliare e nelle traiettorie storiche dei mercati dei capitali i principali fattori strutturali alla base delle differenze. Sul piano degli strumenti di investimento retail considerati (PIR italiano, PEA francese, ISK svedese e ISA britannico) il confronto ha mostrato che, nonostante un obiettivo comune dichiarato di mobilitare il risparmio delle famiglie verso il mercato azionario, i quattro schemi presentano impostazioni progettuali marcatamente differenti, regole distinte in materia di liquidità, ammissibilità e fiscalità e, di conseguenza, tassi di adozione molto eterogenei. Sul piano delle politiche, infine, il rapporto ha esaminato in che modo queste scelte progettuali si traducano in risultati misurabili, con tassi di adozione e capitale destinato allo strumento che variano di quasi due ordini di grandezza tra le quattro giurisdizioni. Il quadro che emerge dai tre livelli di analisi è quello di un legame tra intenzioni e risultati che dipende, in ogni passaggio, dalla forma concreta che lo strumento assume per il risparmiatore.

Le risposte che emergono dall'analisi comparata sono chiare. La generosità del trattamento fiscale non costituisce di per sé un fattore predittivo affidabile della diffusione tra il pubblico retail: lo strumento fiscalmente più favorevole del campione (il PIR italiano, che combina esenzione dalle plusvalenze e dalla tassazione successoria) ha conseguito l'adozione più bassa, mentre l'ISK svedese, sul piano teorico meno generoso, ha raggiunto quella più elevata. Le caratteristiche che si associano in modo costante a una maggiore adozione sono quelle che riducono gli ostacoli pratici e amministrativi per il risparmiatore (assenza di vincoli di detenzione, ampia ammissibilità degli strumenti, calcolo fiscale semplice, stabilità del regime nel tempo), più che quelle che massimizzano l'entità del beneficio fiscale. Gli schemi costruiti prevalentemente attorno a obiettivi di politica industriale hanno, in misura variabile, impattato la diffusione a favore di un'allocazione mirata, e il PIR italiano illustra con particolare chiarezza i limiti di questo trade-off. Le tre risposte, considerate congiuntamente, sostengono le tre proposizioni sviluppate nel seguito del capitolo.

Il vantaggio fiscale non basta. Il PIR italiano dimostra che anche un incentivo fiscale generoso può non riuscire a mobilitare il risparmio delle famiglie quando lo strumento sottostante è vincolato da mandati restrittivi di allocazione, periodi obbligatori di detenzione e un universo di investimento ristretto. Pur offrendo la piena esenzione dalle plusvalenze e dalla tassazione successoria (un trattamento più generoso rispetto a quello di PEA, ISK e ISA) il PIR ha raggiunto solo l'1,5% di adozione sulla popolazione adulta e rappresenta appena lo 0,5% della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane. La lezione che se ne ricava è che la generosità del regime fiscale, per quanto attraente sulla carta, non può compensare scelte progettuali che limitino la diversificazione, comprimano la liquidità o esponano i risparmiatori a un rischio domestico concentrato.

La semplicità prevale sulla complessità. L'ISK svedese e l'ISA britannico hanno successo proprio perché riducono al minimo gli ostacoli operativi, gli effetti di immobilizzo fiscale, la complessità degli

adempimenti dichiarativi e l'incertezza decisionale per il risparmiatore. Il prelievo annuo forfettario dell'ISK sul valore di portafoglio elimina la necessità di una contabilità delle plusvalenze a livello della singola transazione; la piena esenzione dell'ISA dall'imposta sul reddito e sulle plusvalenze, unita all'assenza di vincoli di detenzione, elimina ogni disincentivo all'ingresso o all'uscita dallo strumento. Sono queste caratteristiche, più che la dimensione assoluta del beneficio fiscale, a spiegare perché entrambi gli strumenti abbiano raggiunto la più ampia diffusione tra i risparmiatori europei. L'impostazione attenta ai comportamenti effettivi, in altre parole, prevale sul calcolo dell'aliquota quando si tratta di promuovere un'adozione su larga scala.

L'Italia ha bisogno di uno strumento orientato all'investitore, non solo di uno strumento per i mercati dei capitali. Se l'obiettivo della policy è effettivamente quello di mobilitare il risparmio delle famiglie, lo strumento deve essere progettato anzitutto attorno ai bisogni e ai vincoli delle famiglie stesse, e solo in seguito attorno agli obiettivi di sviluppo dei mercati dei capitali. Considerazioni di politica industriale, come l'indirizzamento del capitale verso le PMI nazionali, sono legittime, ma non possono costituire il principio organizzatore di un prodotto retail destinato a raggiungere una diffusione di massa. L'impianto dell'ISK italiano proposto in precedenza in questo rapporto si muove in questa direzione: si fonda su semplicità, flessibilità e un universo di investimento ampio (l'intero SEE), mantenendo al tempo stesso la coerenza con gli obiettivi della Savings and Investments Union della Commissione europea. Solo uno strumento che le famiglie siano in grado di comprendere, sottoscrivere e utilizzare senza penalità potrà contribuire nel tempo allo sviluppo dei mercati dei capitali italiani auspicato.

Considerate congiuntamente, le tre proposizioni precedenti rovesciano un'intuizione diffusa nel dibattito di policy. La lezione che emerge dall'evidenza comparata non è che l'Italia sia priva di un regime fiscalmente agevolato sufficientemente generoso, ma che l'impostazione del problema sia stata finora incompleta. I conti di investimento retail, quando concepiti principalmente come strumenti di sviluppo dei mercati dei capitali, tendono a incorporare vincoli di allocazione che ne riducono l'attrattiva proprio per quelle famiglie il cui risparmio si vorrebbe mobilitare. Invertire questa sequenza (progettando prima per il risparmiatore e solo in seconda battuta per il mercato dei capitali) è una condizione necessaria per ogni significativa riduzione dell'equity gap europeo. La proposta di ISK italiano sviluppata in questo rapporto si colloca in tale prospettiva: come tentativo di allineare l'impostazione dello strumento alle caratteristiche strutturali del comportamento delle famiglie, preservando la coerenza con l'obiettivo più ampio della Commissione europea di costruire una Savings and Investments Union più integrata e produttiva.

Guardando al panorama internazionale, diverse economie avanzate hanno già avviato l'elaborazione di politiche esplicitamente concepite per favorire la partecipazione di lungo periodo delle famiglie ai mercati dei capitali sin dalla prima età. Negli Stati Uniti, recenti proposte di policy hanno introdotto il concetto di conti di investimento per i minori finanziati dallo Stato: ogni neonato riceverebbe un contributo iniziale di natura pubblica, investito in portafogli azionari diversificati, con la possibilità per le famiglie di alimentarlo con risparmio aggiuntivo nel tempo. L'obiettivo non è soltanto sostenere le future spese per istruzione, abitazione o avvio di un'attività imprenditoriale, ma anche normalizzare la partecipazione ai mercati finanziari fin dalla nascita e ampliare il possesso familiare di strumenti produttivi. In termini analoghi, la Germania ha proposto la Frühstart-Rente, un conto di investimento sostenuto dallo Stato in cui i minori riceverebbero contributi pubblici ricorrenti, investiti prevalentemente in fondi azionari a basso costo o ETF, con i fondi vincolati fino al pensionamento. Mentre il quadro tedesco è esplicitamente orientato alla previdenza e quello statunitense si concentra più ampiamente sull'accumulo patrimoniale e sulla creazione di opportunità, entrambe le proposte riflettono un riconoscimento comune: la resilienza finanziaria di lungo periodo delle famiglie dipende in misura crescente da un'esposizione precoce ai mercati dei capitali, piuttosto che dal ricorso esclusivo

al risparmio bancario tradizionale o ai sistemi pubblici a ripartizione. In questa direzione, l'evoluzione internazionale delle politiche si orienta verso strumenti che combinano inclusione finanziaria, investimento di lungo periodo e familiarità con i mercati azionari sin dall'infanzia.

L'evidenza comparata sviluppata nell'intero rapporto, unitamente agli sviluppi internazionali in corso, conduce a una conclusione più generale. La sfida che l'Italia, e l'Europa nel suo insieme, si trova ad affrontare non consiste semplicemente nell'assenza di incentivi fiscali per l'investimento retail, ma nell'assenza di strumenti capaci di integrare le famiglie nei mercati dei capitali in modo semplice, credibile, flessibile e coerente con i loro obiettivi di lungo periodo. I Paesi che hanno avuto maggiore successo nell'ampliare la partecipazione retail non sono necessariamente quelli che offrono il sussidio fiscale più elevato, ma quelli che hanno ridotto la complessità del prodotto, ampliato l'accessibilità e reso l'investimento parte integrante della vita finanziaria ordinaria. Alla luce dell'aumento delle pressioni demografiche, delle tensioni sui sistemi pensionistici pubblici e dell'esigenza europea di mobilitare il risparmio interno verso l'investimento produttivo, il disegno dei conti di investimento retail diverrà sempre più centrale non solo per la politica dei mercati dei capitali, ma anche per la futura configurazione dell'accumulo patrimoniale delle famiglie.

Bibliografia

- Attanasio, O. P., Banks, J., & Wakefield, M. (2004). Effectiveness of tax incentives to boost (retirement) saving: Theoretical motivation and empirical evidence. *OECD Economic Studies*, 2004(2), 145–172. <https://doi.org/10.1920/WP.IFS.2004.0433>
- Bach, L., Calvet, L. E., & Sodini, P. (2020). Rich pickings? Risk, return, and skill in household wealth. *American Economic Review*, 110(9), 2703–2747. <https://doi.org/10.1257/AER.20170666>
- Banque de France. (2023). *Equity savings plans (PEA): Annual survey 2022*. Banque de France Statistics. <https://www.banque-france.fr/en/statistics/equity-savings-plans-pea>
- Banque de France. (2024). *The French financial sector confronting the 2024 pivot: Between normalisation and preparation for the “new world”*. Banque de France Governors’ Interventions. <https://www.banque-france.fr/en/governors-interventions/french-financial-sector-confronting-2024-pivot-between-normalisation-and-preparation-new-world>
- Beshears, J., Choi, J. J., Laibson, D., & Madrian, B. C. (2015). The effect of providing peer information on retirement savings decisions. *The Journal of Finance*, 70(3), 1161–1201. <https://doi.org/10.1111/jofi.12258>
- Black, S. E., Devereux, P. J., Lundborg, P., & Majlesi, K. (2018). On the origins of risk-taking in financial markets. *Journal of Finance*, 73(5), 2229–2269. <https://doi.org/10.1111/JOFI.12521>
- Calcagnini, G., & Magliocco, A. (2018). *Capital taxation and portfolio allocation: The Italian case* (Questioni di Economia e Finanza – Occasional Papers, No. 464). Bank of Italy.
- Calvet, L. E., & Sodini, P. (2014). Twin picks: Disentangling the determinants of risk-taking in household portfolios. *Journal of Finance*, 69(2), 867–906. <https://doi.org/10.1111/jofi.12129>
- Campbell, J. Y., Calvet, L. E., & Sodini, P. (2007). Down or out: Assessing the welfare costs of household investment mistakes. *Journal of Political Economy*, 115(5), 707–747. <https://doi.org/10.1086/524204>
- Caselli, S., & Zava, M. (2022). Private equity and venture capital markets in Europe. In D. Cumming & B. Hammer (Eds.), *The Palgrave Encyclopedia of Private Equity*. Palgrave Macmillan.
- Caselli, S., & Zava, M. (2025). *European financial ecosystems: Comparing France, Sweden, UK and Italy*. BAFFI CAREFIN, Centre for Applied Research on International Markets Banking Finance and Regulation, Università Bocconi, Milano, Italy.
- Catherine, S. (2022). Countercyclical labor income risk and portfolio choices over the life cycle. *Review of Financial Studies*, 35(4), 2007–2049. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhab136>
- Central Bank of Ireland. (2025). *The evolution of household savings: Determinants and implications* (Quarterly Bulletin Signed Article, Vol. 2025, No. 1). Central Bank of Ireland.
- Chetty, R., Friedman, J. N., Leth-Petersen, S., Nielsen, T. H., & Olsen, T. (2014). Active vs. passive decisions and crowd-out in retirement savings accounts: Evidence from Denmark. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(3), 1141–1219. <https://doi.org/10.1093/qje/qju013>
- Cicchello, A. F., Battaglia, F., & Monferrà, S. (2019). Crowdfunding tax incentives in Europe: A comparative analysis. *European Journal of Finance*, 26(18), 1856–1881.

- Cocco, J. F. (2005). Portfolio choice in the presence of housing. *Review of Financial Studies*, 18(2), 535–567. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi006>
- Cocco, J. F., Gomes, F. J., & Maenhout, P. J. (2005). Consumption and portfolio choice over the life cycle. *Review of Financial Studies*, 18(2), 491–533. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi017>
- Daminato, C., Filippini, M., & Haufler, F. (2024). Digitalization and retirement contribution behavior: Evidence from administrative data. *Review of Financial Studies*, 37(9), 2743–2786. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhae015>
- European Commission. (2025). *Commission staff working document accompanying the Commission recommendation on increasing the availability of savings and investment accounts with simplified and advantageous tax treatment* (SWD(2025) 6800 final). European Commission.
- Equita. (2025). *PIR Monitor: Improving landscape for Italian mid-small caps* (Quarterly report, Equity Research – Italian Stock Market, September 2025, No. 350). Equita.
- Equita. (2026). *Fondo Nazionale Strategico Indiretto (FNSI): A joint public-private effort to boost mid & small caps* (Equity Research – Italian Stock Market, January 2026, No. 14). Equita.
- Fagereng, A., Gottlieb, C., & Guiso, L. (2017). Asset market participation and portfolio choice over the life cycle. *Journal of Finance*, 72(2), 705–750. <https://doi.org/10.1111/jofi.12484>
- Fernández-López, S., Otero, L., Vivel, M., & Rodeiro, D. (2010). What are the driving forces of individuals' retirement savings? *Czech Journal of Economics and Finance*, 60(3), 226–251.
- Gallo, R., Signoretti, F. M., Supino, I., Sette, E., Cantatore, P., & Fabbri, M. L. (2025). The Italian venture capital market (Questioni di Economia e Finanza – Occasional Papers, No. 919). Bank of Italy. <https://doi.org/10.32057/0.QEF.2025.919>
- Giannetti, M., & Laeven, L. (2009). Pension reform, ownership structure, and corporate governance: Evidence from a natural experiment. *Review of Financial Studies*, 22(10), 4091–4127. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn091>
- Gomes, F., & Michaelides, A. (2005). Optimal life-cycle asset allocation: Understanding the empirical evidence. *Journal of Finance*, 60(2), 869–904. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00749.x>
- Guiso, L., Haliassos, M., & Jappelli, T. (2003). Household stockholding in Europe: Where do we stand and where do we go? *Economic Policy*, 18(36), 123–170. <https://doi.org/10.1111/1468-0327.00104>
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2008). Trusting the stock market. *Journal of Finance*, 63(6), 2557–2600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01408.x>
- HM Revenue & Customs. (2025). *Annual savings statistics: Background and methodology*. GOV.UK. <https://www.gov.uk/government/statistics/annual-savings-statistics-2025/annual-savings-statistics-background-and-methodology>
- House of Commons Treasury Committee. (2025). *Cash Individual Savings Account* (HC 1422). UK Parliament. <https://publications.parliament.uk/pa/cm5901/cmselect/cmtreasy/1422/report.html>
- Kaplan, G., Violante, G. L., & Weidner, J. (2014). The wealthy hand-to-mouth. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2014, 77–138. <https://doi.org/10.1353/ECA.2014.0002>
- Lusardi, A., Michaud, P.-C., & Mitchell, O. S. (2017). Optimal financial knowledge and wealth inequality. *Journal of Political Economy*, 125(2), 431–477. <https://doi.org/10.1086/690950>

- Makse, H. A., & Zava, M. (2025). Networks and artificial intelligence in finance. In *The science of influencers and superspreaders: Using networks and artificial intelligence to understand fake news, pandemics, markets, and the brain* (pp. 373–422). Springer.
- OECD. (2007). *Encouraging savings through tax-preferred accounts*. OECD Reports.
- Panetta, I. C. (2006). *Financial markets trend: Ageing and pension system reform* (MPRA Paper 18391). University Library of Munich, Germany.
- Pelizzon, L., & Weber, G. (2008). Are household portfolios efficient? An analysis conditional on housing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(2), 401–431. <https://doi.org/10.1017/S0022109000003574>
- Perotti, E. C., & von Thadden, E.-L. (2006). The political economy of corporate control and labor rents. *Journal of Political Economy*, 114(1), 145–174. <https://doi.org/10.1086/500278>
- Pfister, C. (2018). Fiscalité de l'épargne et choix de portefeuille des ménages français. *Revue d'économie financière*, 131(3), 61–88. <https://doi.org/10.3917/ECOFI.131.0061>
- Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen). (2024). *Swedish household financial savings statistics 2023–2024*. Finansinspektionen.
- Swedish Investment Fund Association (Fondbolagens förening). (2025). *ISK – investment savings account: Background, current situation and future*. Fondbolagens förening. https://fondbolagen.se/en/Facts_Indices/isk/
- Swedish National Audit Office (Riksrevisionen). (2018). *The investment savings account – a simple form of saving in a complex tax system* (RiR 2018:19). Riksrevisionen.
- Ven, J. van de. (2013). *The influence of decision costs on investments in Individual Savings Accounts*. National Institute of Economic and Social Research.
- Vestman, R. (2019). Limited stock market participation among renters and homeowners. *Review of Financial Studies*, 32(4), 1494–1535. <https://doi.org/10.1093/RFS/HHY089>
- von Gaudecker, H.-M. (2015). How does household portfolio diversification vary with financial literacy and financial advice? *Journal of Finance*, 70(2), 489–507. <https://doi.org/10.1111/JOFI.12231>

Fonti e riferimenti dei dati

L'analisi presentata in questo rapporto attinge a fonti statistiche ufficiali delle autorità nazionali:

Italy: - Banca d'Italia, Survey on Household Income and Wealth:

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/> - Banca d'Italia, Financial Accounts:

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/>

United Kingdom: - Office for National Statistics, Wealth in Great Britain:

<https://www.ons.gov.uk/peoplepopulationandcommunity/personalandhouseholdfinances/incomeandwealth/datasets/financialwealthwealthingreatbritain> - Office for National Statistics, National Balance Sheet:

<https://www.ons.gov.uk/economy/nationalaccounts/uksectoraccounts/datasets/thenationalbalancesheetestimates>

France: - INSEE, Household Wealth Statistics: <https://www.insee.fr/fr/statistiques/7941417> -

INSEE, Household Financial Assets: <https://www.insee.fr/fr/statistiques/7941419> - INSEE,

Household Asset Holdings: <https://www.insee.fr/fr/statistiques/8672665>

Sweden: - Statistics Sweden (SCB), Household Financial Accounts: <https://www.scb.se/en/finding-statistics/statistics-by-subject-area/national-accounts/financial-accounts/savings-barometer/>

Europe: European Central Bank: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Households_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities

United States: Federal Reserve

https://www.federalreserve.gov/releases/z1/dataviz/z1/balance_sheet/chart/#series:financial-assets;units:shares

Tutte le rappresentazioni grafiche cui si fa riferimento nel rapporto (Figure 1-18) derivano da tali fonti ufficiali e rappresentano i dati disponibili più recenti al momento della pubblicazione. Le tabelle e le elaborazioni proprie degli autori sono indicate caso per caso

