



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI DI BARI
ALDO MORO

DIPARTIMENTO DI
ECONOMIA MANAGEMENT
E DIRITTO DELL'IMPRESA

*Laurea Magistrale Honoris Causa
in Economia degli Intermediari
e dei Mercati Finanziari*

SALVATORE ROSSI



Venerdì 6 ottobre 2017, ore 15.00
Aula Magna Aldo Cossu
Palazzo Ateneo

Il Magnifico Rettore
Antonio Felice Uricchio
e il Direttore del Dipartimento di
Economia Management e Diritto
dell'Impresa

Vittorio Dell'Atti

sono lieti di invitare la SV alla
cerimonia di conferimento della
*Laurea Magistrale Honoris Causa
in Economia degli Intermediari
e dei Mercati Finanziari*

a Salvatore Rossi,
Direttore Generale Banca d'Italia
Presidente IVASS - Istituto per la
vigilanza sulle assicurazioni

Programma

Apertura della cerimonia

Antonio Felice Uricchio

Rettore Università degli Studi di Bari Aldo Moro

Lettura del dispositivo di conferimento

Vittorio Dell'Atti

Direttore del Dipartimento di Economia
Management e Diritto dell'Impresa

Fabrizia Lapecorella

Professoressa di Scienza delle Finanze
Direttore Generale delle Finanze MEF

Roberto Garofoli

Capo di Gabinetto MEF
Presidente di Sezione Consiglio di Stato

Laudatio

Gianvito Giannelli

Professore di Diritto Commerciale

Federica Miglietta

Professoressa di Economia
degli Intermediari Finanziari

Lectio Magistralis

Salvatore Rossi

Direttore Generale Banca d'Italia
Presidente IVASS - Istituto per la
vigilanza sulle assicurazioni

"Finanza ed Economia"

Proclamazione del laureato

Consegna della pergamena

Intervento di saluto

Rettore Antonio Felice Uricchio

Magnifico Rettore Di Sciascio, direttori di dipartimento, senatori accademici, autorità civili e militari, colleghi del nostro e degli altri Atenei, studenti, ospiti tutti, un cordiale benvenuto alla felice cerimonia odierna con la quale vengono riconosciuti i meriti a Salvatore Rossi, direttore generale della Banca d'Italia e nostro ex alunno di altissimo profilo e di cui siamo particolarmente orgogliosi. L'attribuzione della *laurea honoris causa* non costituisce solo un adempimento formale attuativo di disposizioni normative, di delibere di organi accademici e del decreto del Ministro Fedeli (peraltro adottato in tempi record), ma costituisce un atto di profonda ammirazione e di affetto nei confronti di un nostro conterraneo che, "per opere compiute o pubblicazioni fatte", ha acquistato "meritata fama e singolare perizia nelle discipline per cui è concessa (art. 169 regio decreto 1592/1933).

L'Università di Bari Aldo Moro, nella quale Salvatore Rossi 42 anni or sono ha conseguito la laurea in Matematica, maturando competenze ed esperienze che poi ha portato con sé nei percorsi professionali e di vita, intende oggi onorarlo attraverso un titolo, ampiamente meritato sul campo e oggi formalmente assegnato, quale la laurea in "Economia degli intermediari e dei mercati finanziari". Un titolo che il nostro Ateneo assegna sia per gli altissimi meriti scientifici e professionali dell'insignito, sia per il legame profondo con la propria città e Università.

Un particolare ringraziamento va quindi al dottor Rossi per l'impegno straordinario profuso nel governo dell'economia, della più importante istituzione finanziaria del nostro Paese, nella scienza attraverso una ricca produzione e nell'accademia, alla quale ha sempre prestato rispetto e attenzione, anche attraverso tante esperienze didattiche e congressuali.

Un vivo ringraziamento ai colleghi che illustreranno i meriti scientifici e professionali del dottor Rossi e, in particolare, a Vittorio dell'Atti, direttore del Dipartimento proponente, ai professori Gianvito Giannelli e Federica Miglietta che terranno la laudatio e, soprattutto, a Fabrizia Lapecorella, ordinaria di Scienza delle Finanze della nostra Università e da alcuni anni, con grande merito, direttore generale delle Finanze del MEF, che porterà la sua testimonianza di una proficua collaborazione nel governo del sistema finanziario e creditizio del nostro Paese.

Come studioso di discipline giuridico-finanziarie e come rappresentante di un'istituzione accademica che ha dovuto riservare grande impegno nel risanamento finanziario dei propri conti, ho potuto apprezzare, in ripetute circostanze, la Sua altissima competenza e la Sua capacità di affrontare in modo deciso e rigoroso, le tante questioni di cui ha dovuto occuparsi anche nei momenti più difficili come quelli della crisi dei debiti sovrani nell'area euro e di quella del sistema finanziario globale.

Mi permetto poi di sottolineare la rara capacità didattica, sostenuta da un colloquio piano, che si coniuga con una perfetta conoscenza della materia finanziaria e economica, impreziosita dal rigore proprio della sua formazione matematica. Se in passato gli studiosi dei processi di produzione e della circolazione della ricchezza erano filosofi e umanisti (basti pensare ad Adam Smith) i quali trasferivano e immettevano valori nell'analisi dei fenomeni economici, attualmente chi coltiva le discipline economiche tende a chiudersi nei propri saperi specialistici e tecnici, magari celandosi dietro formule e algoritmi. A questa tentazione si sottrae Salvatore Rossi che, pur dominando numeri ed espressioni matematiche, associa all'analisi economica la dimensione etica che proprio l'Università intitolata ad Aldo Moro riconosce come essenziale per la formazione dei giovani laureati e lo sviluppo dei territori.

Il conferimento della laurea honoris causa in "Economia degli Intermediari e dei Mercati Finanziari" omaggia, quindi, un eccellente servitore dello Stato, uno dei maggiori studiosi impegnati sui temi della crescita economica del nostro Paese, tra i primi a riconoscere e studiare l'importanza dell'applicazione delle nuove tecnologie digitali al sistema produttivo italiano. Il

dottor Rossi ha ricoperto ruoli considerevoli in istituzioni pubbliche nazionali e internazionali nell'ambito del mercato bancario e assicurativo; ha rappresentato la Banca d'Italia in numerosi consessi ufficiali, in Italia e all'estero; ha fornito un'analisi attenta delle tendenze economiche nazionali e internazionali attraverso le numerose pubblicazioni nell'ambito della politica economica e della finanza e la sua costante partecipazione, in qualità di membro del Consiglio di amministrazione, di importanti Centri internazionali in materia monetaria, bancari e finanziaria”.

Grazie quindi per essere qui per la cerimonia di conferimento della laurea honoris causa e ancora complimenti per il meritato riconoscimento.

Laudatio

Gianvito Giannelli
Professore di Diritto commerciale

Il conferimento della *laurea honoris causa* a Salvatore Rossi vuol essere testimonianza e riconoscimento dell'impegno istituzionale e di studioso di chi oggi questa Università intende onorare.

Salvatore Rossi è un *civil servant*. Lo testimonia il suo *cursum honorum* in Banca d'Italia, direttore centrale per la ricerca economica e le relazioni internazionali (*chief economist*) dal 2007 al 2011, segretario generale e consigliere del direttorio per i problemi della politica economica dal 2012, membro del direttorio e vice direttore generale della Banca d'Italia fino a ricoprire la carica prestigiosa di direttore generale. Ma è anche uno studioso del sistema economico Paese, da sempre attratto verso l'universo della ricerca, scandagliatore delle potenzialità e delle criticità dell'economia italiana, come testimonia la sua *Senior Fellowship* della LUISS School of European Political Economy e la partecipazione al Board del Centro internazionale di Studi bancari e monetari di Ginevra, nonché l'essere membro del consiglio direttivo dell'Einaudi Institute for Economics and Finance e del comitato strategico del Fondo strategico italiano e componente dell'Advisory Board della Fondazione Economia Tor Vergata. Mi piace però anche ricordare l'attività didattica presso la Facoltà di Economia di Tor Vergata e presso la nostra Università. In questa sua attività di ricerca Salvatore Rossi che, non lo dimentichiamo, nasce come matematico, del matematico ha conservato il rigore scientifico e l'approccio sistematico. Doti che si rinvergono nella sua copiosa produzione saggistica dove l'approccio rigoroso dell'economista si affianca alla freschezza dell'analisi concreta, mai avulsa dalla realtà, come è tipico e ci si aspetta di chi tale realtà può vivisezionare con l'occhio di un osservatore privilegiato. Mi riferisco ai due saggi *La politica economica italiana dal 1968 al 2003*.

In questo contesto va apprezzata e sottolineata, dello studioso che oggi si onora, la capacità di prendere posizioni, pur nel rigido rispetto del proprio ruolo istituzionale, anche scomode e intellettualmente indipendenti; mi riferisco alla lucida analisi di *Controtempo* e di *Processo alla finanza* (caratterizzata peraltro da un esame corretto e rigoroso del ruolo e della funzione delle principali Autorità coinvolte); alle critiche impietose di *La regina e il cavallo – Quattro mosse contro la crisi* (scritto tra l'altro nel 2006, ben prima che la crisi diventasse endemica) alle debolezze dell'economia italiana e alla necessità di affrontare con lucidità e coraggio le sfide globali di un'economia in profonda trasformazione.

Della sua produzione saggistica e delle sue analisi mi piace sottolineare tre aspetti:

1. Le critiche al sistema italiano di affidamento dei crediti, alla esiguità e frammentarietà delle relazioni tra banca e cliente/impresa e ancora alla inadeguatezza di un sistema di finanziamento incapace di convogliare verso le imprese i finanziamenti sotto forma di partecipazione al capitale di rischio; non mancano, però, apprezzamenti e incoraggiamenti verso le forme incentivanti di *venture capital* e gli strumenti innovativi di finanziamento, tra i quali i PIR (Piani individuali di risparmio) diversi per logiche di investimento, ma capaci di indirizzare i risparmi delle famiglie direttamente verso le imprese secondo logiche di diversificazione del rischio, nonché, ancora, verso ogni forma di investimento nell'innovazione tecnologica; il che ancora auspica il mutamento del ruolo delle banche sotto il profilo dell'assistenza e della consulenza alle imprese, piuttosto che di semplice erogazione del credito. Analisi che, lo dico da giurista, è particolarmente interessante perché recupera anche il ruolo e l'importanza di una scelta legislativa che traccia le sue origini nella riforma del diritto societario del 2003 e che appare tuttora come una promessa incompiuta.
2. Le perplessità manifestate, da chi, non lo dimentichiamo, è europeista convinto, nei confronti dell'approccio alla vigilanza e alla risoluzione delle crisi da parte della BCE, e nell'approccio

iniziale della BCE nella valutazione degli NPL (dove il precedente sloveno ha finito per dettare un benchmark di riferimento che ha finito per influenzare il mercato).

3. L'esiguità più volte stigmatizzata delle relazioni tra università e imprese e la difficoltà delle università di fare sistema con le imprese immettendo sul mercato del lavoro giovani laureati in grado di sopperire alle esigenze delle imprese, e delle imprese ad attrarre in Italia i giovani laureati; sotto questo profilo e contrariamente a quanto ritiene la maggior parte degli studiosi, si lamenta la scarsa immissione sul mercato di giovani dotati di lauree non magistrali per sopperire alle esigenze delle imprese; è un punto di vista sicuramente rispettabile, ma forse non condiviso da una parte dell'Accademia.

In *Miti e paradossi della giustizia tributaria* (1938) Luigi Einaudi, non a caso autorevolissimo esponente della Banca d'Italia, lamentava il balbettio talvolta inconcludente del legislatore e la sua mancanza di progettualità. E' una critica certo impietosa e, almeno rapportata ai nostri giorni, certamente non del tutto avulsa dal contesto reale del Paese.

E, tuttavia, dai lavori e dagli interventi di Salvatore Rossi (che si è definito ottimista per natura) traspare un cauto ottimismo; nonché, ancora la capacità e la volontà di cogliere segnali incoraggianti e razionalità di comportamenti in un quadro dai contorni incerti e male illuminati.

Anche di questo, probabilmente, il conferimento oggi della laurea *honoris causa* a Salvatore Rossi è segno di riconoscimento e gratitudine.

Laudatio

Federica Miglietta

Professoressa di Economia degli Intermediari Finanziari

Nelle pagine che seguono, tratteggerò la figura del dottor Rossi concentrandomi brevemente su tre delle vesti che ha indossato nel corso della sua brillante carriera di uomo delle istituzioni e studioso dei mercati e delle istituzioni finanziarie.

Per introdurre la prima veste, quella istituzionale di banchiere centrale, prendo a prestito il titolo di un libro di Luigi Einaudi, la cui ristampa sarà presentata domani in Banca d'Italia. Einaudi parla della "difficile arte del banchiere", mentre Rossi, in una intervista del 2015, allarga la visuale, concentrandosi anche sulla "difficile arte del risparmiatore", di quello subordinato, nello specifico, di colui che sopporta il *burden sharing* legato alle successive e note vicende del *bail in*.

Ebbene, in questa conversazione, il dottor Rossi non si sottrae al confronto e tratta temi anche scottanti. Rivendica, dapprima, il merito di una attenta vigilanza nella complessiva tenuta del sistema creditizio italiano, ponendo in evidenza come Paesi europei, considerati più virtuosi del nostro, abbiano sopportato costi ingenti e di gran lunga superiori ai nostri per risanare il loro sistema bancario. E, se da un lato difende l'operato della Banca Centrale, dall'altro non nega le criticità del sistema e mostra, nel contempo, una grande attenzione di tipo sociale quando, trattando le obbligazioni subordinate e la loro vendita, non nega di ritenerle "inadatte" aggiungendo un fatto ai più poco noto, ovvero che il Governatore, prima della crisi, aveva chiesto che i subordinati non venissero venduti ai clienti *retail*.

Veniamo ora alla seconda veste, quella di studioso e appassionato teorico dell'Europa unita: in un suo recente e interessante intervento sull'Unione economica e monetaria, Rossi ripercorre le fasi, anche storiche, dell'Unione. Di Unione, se sia o meno utile se ne è discusso e se ne discute ancora e molto; già Paul De Grauwe, monetarista europeo discorreva di Aree Valutarie Ottimali, giungendo alla conclusione che in Europa non c'era un'area così integrata da giustificare l'uso di una moneta unica. Il nostro economista Padoa-Schioppa non concordava con la teoria delle Aree Valutarie Ottimali e anzi proponeva degli elementi economici forti a supporto dell'idea di una unione monetaria. E proprio il dottor Rossi affermava sicuro, sintetizzando efficacemente le varie posizioni "che è arrivato il momento di dire agli europei: riuniamoci in una casa comune perché così possiamo garantire pace e sicurezza, educazione e capacità innovativa, motori dello sviluppo economico nel tempo moderno. Ambiti che esorbitano di gran lunga l'economia e la finanza. Il pendolo europeista, oscillante per settant'anni, deve stavolta fermarsi".

E proprio la frase del dottor Rossi che parla di sviluppo economico come fattore che esorbita l'economia e la finanza mi permette di introdurre l'ultima delle vesti che vorrei commentare, quella di uno studioso attento osservatore degli impatti sociali dell'economia di mercato e fine commentatore delle nuove tendenze.

Ha senso parlare di impatti sociali e di riflessi etici quando si sta per conferire una laurea in economia dei mercati finanziari? La risposta ce la fornisce il nostro studioso, quando in una conversazione con un giornalista che polemicamente gli chiedeva conto degli schemi di salvataggio adottati nel caso delle quattro banche del centro Italia, Rossi non risponde con dati asettici, non usa i numeri o i grafici come schermo, ma illustra la scelta come l'unica in grado di minimizzare la sorte (umana) dei risparmiatori e delle imprese clienti. Ormai da molto tempo l'etica, l'uomo e l'economia viaggiano su binari separati. Eppure, le scuole di pensiero che si sono avvicinate negli ultimi due secoli sono arrivate alla visione dell'economia come una terra da coltivare e curare con i numeri e guardano all'analisi matematica come allo strumento più adatto per lo studio dei fenomeni economici. Il Nobel Friedman, addirittura, riferendosi alle nascenti idee di responsabilità sociale delle imprese, arrivava ad affermare che "l'unica responsabilità sociale dell'impresa (e dunque della

banca, che in base al Testo Unico è impresa) è di incrementare i propri profitti”, come a dire che non vi è posto, per funzioni di utilità che comprendano fattori differenti da quelli economici.

E quanto la discussione sia fondamentale, ce lo testimoniano i nomi di coloro che se ne sono interessati, sin dal passato antico. Aristotele parlava dell'economia come di una scienza pratica e del denaro come di uno strumento sterile, di un mezzo per acquisire i beni richiesti per soddisfare i bisogni. Finché, a sancire in maniera irrevocabile il rapporto tra comportamenti degli investitori, finanza, mercati ed etica, arrivano i togati dell'Accademia Reale di Stoccolma, con la consegna dei Nobel per l'economia a studiosi NON economisti. Con Amartya Sen il Nobel per l'Economia, nel 1998, viene assegnato a uno studioso che insegna Filosofia Morale.

Ma proprio i comportamenti economici degli uomini non sono così razionali e matematici come siamo abituati a studiare e nel 2002 il Nobel per l'Economia viene assegnato a uno psicologo cognitivo israeliano, Daniel Kahneman, che con la sua Prospect Theory, rivoluziona la scienza economica. L'uomo non è razionalità, è un essere cognitivo che commette, anche, numerosi errori. Insomma, chi pensi che conoscere le dinamiche finanziarie delle criptovalute (tipo i bitcoin) o i derivati faccia di noi dei brillanti economisti finanziari è fuori strada.

Leggendo gli scritti del dottor Rossi si comprende come l'uomo, la sua vita, i suoi sogni e le sue aspettative siano ben presenti nella storia, nella formazione e nel pensiero del nostro studioso, che, tuttavia, per dirla con una espressione tutta barese “non è dolce di sale”.

Secondo il giornalista Alberto Brambilla “è uno tosto che sa stare al mondo e sebbene subisca il fascino della teoria sa usarla con concretezza: non è un economista di quelli che stanno sulla torre d'avorio”.

Dunque, grazie dottor Rossi! Per tutti noi, da oggi, sapere di avere un laureato prestigioso come Lei sarà uno sprone impagabile per svolgere al meglio il nostro lavoro e la nostra missione di formatori.

Lectio magistralis

in occasione del conferimento della laurea magistrale *honoris causa* in
Economia degli intermediari e dei mercati finanziari

Università degli Studi di Bari “Aldo Moro”

Dipartimento di Economia, Management e Diritto dell’impresa

Finanza ed economia

di Salvatore Rossi

Direttore Generale della Banca d’Italia
e Presidente dell’IVASS

Bari, 6 ottobre 2017

INDICE

La funzione della finanza nell'economia	4
Sviluppo economico e struttura finanziaria	7
Finanza ed economia in Italia	12

Ringrazio Francesco Columba, Giorgio Gobbi e Marco Magnani del Dipartimento Economia e Statistica della Banca d'Italia per avere letto e commentato una prima versione di questa lezione. Resta solo mia la responsabilità delle opinioni espresse.

È fonte di onore e di orgoglio per me ricevere oggi la Laurea magistrale *honoris causa* in Economia degli intermediari e dei mercati finanziari. Lo è in sé, perché al tema ho dedicato un interesse crescente nel corso della mia carriera. Lo è soprattutto perché l'Università che me la conferisce è quella di Bari, la mia *alma mater*, l'istituzione in cui presi la prima laurea, in Matematica, quarantadue anni fa. È passato del tempo, ma l'emozione è la stessa.

L'oggetto di questa lezione è molto ampio, una letteratura sterminata lo ha trattato nel corso di molti anni, sia pure con alti e bassi di efficacia. Il tema è tornato al centro del dibattito di politica economica in tutto il mondo dopo il grande disastro della crisi finanziaria globale. Studiosi e semplici cittadini s'interrogano in particolare oggi, in tempi di ripresa economica, su che cosa possa e debba fare la finanza per agevolare lo sviluppo delle nostre economie. Si noti che parlo di "sviluppo" e non di "crescita" delle economie anche se faccio riferimento a quelle già avanzate, a significare qualcosa di più profondo e duraturo di una semplice crescita. Inutile dire che ho in mente in particolare l'Italia.

Un altro modo di porre l'interrogativo è: può la finanza tornare a essere amica dell'economia dopo averne determinato pochi anni fa il collasso, con una recessione che in molti paesi ha provocato più danni della Grande Depressione degli anni Trenta?

La questione può sembrare semplice, ma le risposte sono complesse e articolate. Proverò ad accennare ad alcune, senza alcuna pretesa di esaustività.

Dedicherò qualche riflessione iniziale ai rapporti reciproci fra economia cosiddetta “reale” e finanza. Circolano anche fra economisti alcuni equivoci che conviene dissipare.

Poi affronterò la questione, sia teorica sia empirica, del nesso fra struttura finanziaria di un paese e sua vocazione allo sviluppo.

Infine mi volgerò al nostro paese, alla sua condizione presente e alle sue prospettive future, per capire in che direzione si debba muovere la politica economica per metterlo su una traiettoria di sviluppo di lungo periodo.

Per svolgere i tre argomenti ricorrerò alle considerazioni che mi è capitato di fare in questi anni e che ho espresso in libri, articoli, interventi pubblici¹. Ne farò una sintesi, com'è giusto che sia in una circostanza come questa. Il mio auspicio è di dare un contributo, sia pur piccolo e parziale, alla comprensione dell'intricato problema.

La funzione della finanza nell'economia

Se l'economia è l'insieme delle attività di produzione e di scambio di beni e servizi, unita all'insieme dei soggetti che vi attendono, individuali e collettivi, privati e pubblici, allora essa coincide con la comunità umana in cui opera. L'economia di un paese comprende quindi le sue imprese, gli imprenditori, i manager, i lavoratori, i consumatori, ma anche le istituzioni, cioè il governo e gli enti locali, le autorità

¹ In particolare userò, con gli opportuni adattamenti, brani tratti dai miei libri: *La regina e il cavallo. Quattro mosse contro il declino*, Laterza, Bari-Roma, 2005; *Controtempo. l'Italia nella crisi globale*, Laterza, Bari-Roma, 2009; *Processo alla finanza*, Laterza, Bari-Roma, 2013; *Che cosa sa fare l'Italia* (scritto con Anna Giunta), Laterza, Bari-Roma, 2017; *Oro*, Il Mulino, Bologna, di prossima pubblicazione.

indipendenti; comprende anche tutto ciò che questi soggetti fanno. Essi possono o no essere orientati al profitto: dunque dell'economia fa parte anche tutto il cosiddetto terzo settore, quello del volontariato. Ne fanno parte anche quelle donne (molte) e quegli uomini (rari) che stanno in casa e badano all'economia domestica senza retribuzione esplicita.

Se l'economia è il tutto, la finanza ne è una parte; non è un mondo separato. La distinzione fra economia reale e finanziaria, cioè fra i corrispondenti settori dell'economia, ha origine nella storia dei sistemi statistici moderni, che vide nascere prima i conti nazionali (negli anni Trenta del secolo scorso) poi quelli finanziari (negli anni Quaranta e Cinquanta). Ma il settore finanziario di un'economia produce servizi che vengono essi stessi conteggiati nel PIL: oggi nei paesi avanzati il settore finanziario rappresenta fra il 6 e il 10 per cento del PIL, a seconda dei paesi. Dunque, dal punto di vista produttivo, la finanza è come gli altri settori, come la metalmeccanica o come i servizi di pulizia.

Da un punto di vista funzionale la finanza è invece un settore speciale dell'economia. La sua natura speciale consiste nel fatto che essa offre un servizio indispensabile a tutti gli altri settori e soggetti dell'economia (inclusa se stessa), cioè le risorse finanziarie per funzionare, per andare avanti, per crescere. In questo senso vale la metafora del sistema circolatorio: la rete delle arterie e delle vene è parte dell'organismo umano, ma al tempo stesso ne è condizione vitale, perché assicura la circolazione del sangue, che apporta a ogni più remoto recesso dell'organismo il nutrimento essenziale per vivere. Questa "specialità" spiega il fatto che il settore finanziario sia separatamente regolamentato e vigilato da autorità pubbliche, in tutto il mondo e ormai da molti anni.

Grazie alla finanza, il potere d'acquisto si trasferisce da chi ha risparmiato un reddito prodotto in passato, e ora lo impiega con un

interesse, a chi ha un desiderio immediato di consumo ma non ha il risparmio sufficiente a soddisfarlo, oppure a chi ha un'idea che serve a produrre reddito in futuro e non dispone dei capitali necessari.

I mercati finanziari sono i luoghi (un tempo fisici, oggi sempre più solo virtuali) in cui gli aspiranti debitori e gli aspiranti creditori si danno convegno, in un ambiente protetto da regole di buon comportamento, per far incontrare direttamente le loro domande: ad esempio, le Borse valori, in cui le imprese bisognose di fondi offrono quote di proprietà (azioni) o titoli di debito (obbligazioni) a risparmiatori in cerca di impieghi delle loro sostanze; oppure le piattaforme *peer to peer*.

Gli intermediari finanziari sono tutti quei soggetti professionali (banche, società di gestione del risparmio e così via) che si adoperano a facilitare l'incontro fra creditori e debitori attraverso la propria interposizione in cambio di un compenso. La funzione essenziale di una banca, in particolare, sta nel prendersi cura della "asimmetria informativa" che sempre esiste fra chi chiede credito, ad esempio un'impresa che sa su se stessa molto più di qualunque estraneo, e chi vuole investire i suoi risparmi. Le banche si suppongono infatti più attrezzate a cercare di capire se chi chiede credito lo merita o no.

Non va mai dimenticato che nelle economie di mercato a gestire le piattaforme del mercato finanziario e dei capitali o a fare intermediazione finanziaria sono imprese orientate al profitto, che rispondono ai loro azionisti/proprietari; non sono enti pubblici o uffici ministeriali.

Questo apparato, questa tecnologia come si direbbe con termine moderno, si è andato formando nel corso degli ultimi secoli a partire da un nucleo molto più antico e molto più semplice, nato a sua volta attorno a due costituenti fondamentali: il credito, cioè il trasferire risorse risparmiate da alcuni ad altri che le impiegano nell'immediato; il denaro.

Idealmente il credito può sussistere anche senza denaro, quindi senza uno strumento che svolga le tre funzioni codificate dal logico ed economista inglese William S. Jevons quasi un secolo e mezzo fa: mezzo di scambio, unità di conto, riserva di valore². In questo senso possiamo pensare che il credito sia nato in tempi preistorici *prima* del denaro. Quest'ultimo, tuttavia, lo facilita enormemente rispetto a un'economia di puro dono o baratto. Alla radice dell'idea di credito c'è infatti il poter traslare nel tempo la possibilità/capacità di procurarsi cose utili nell'immediato. Il denaro fa sì che la traslazione in sé non consumi tempo.

Sviluppo economico e struttura finanziaria

La struttura finanziaria di un paese è l'insieme delle imprese e dei processi attraverso cui si producono i servizi finanziari. Il funzionamento complessivo dell'economia vi è intimamente legato. La letteratura teorica sull'argomento si è a lungo posta il problema della direzione di causalità fra struttura finanziaria e sviluppo economico per concludere a larga maggioranza che il nesso prevalente va dal primo al secondo, data la capacità di un sistema finanziario evoluto di allocare efficientemente le risorse nel tempo e nello spazio, innalzando il tasso di risparmio e quello di investimento³.

Gli studi empirici sono meno conclusivi⁴. È stato in effetti rilevato come a parità di altre condizioni le economie che hanno strutture finanziarie meglio funzionanti hanno anche tassi di crescita più elevati. Ma i fattori che determinano il buon funzionamento del sistema finanziario – tutela dei diritti di proprietà ed efficienza nell'amministrazione della

² W.S.Jevons, *Money and the mechanism of exchange*, Appleton and co., New York, 1875.

³ R. Levine, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper No. 10766, 2004.

⁴ B. Thorsten, *The Econometrics of Finance and Growth*, in *Palgrave Handbook of Econometrics*, vol. 2, ed. Terence Mills and Kerry Patterson, 1180–1211. Houndsmill: Palgrave Macmillan.

giustizia – non sono a loro volta neutrali rispetto alla crescita. Il problema di endogeneità non è mai stato risolto in modo soddisfacente.

I sistemi finanziari esistenti nel mondo avanzato si dividono in due famiglie fondamentali: quelli “basati sulle banche” (presenti ad esempio in Giappone, Germania e Italia) e quelli “basati sui mercati” (tipici dei paesi dell’area anglo-americana). L’analisi empirica non ha trovato, in generale, evidenza probante che uno dei due modelli sia stato in passato migliore dell’altro nel favorire lo sviluppo economico⁵. Ciascuno ha avuto i suoi meriti, secondo le circostanze.

È invece empiricamente provato che la prevalenza di un modello rispetto all’altro influenza l’intera *struttura* dell’economia, in particolare la specializzazione produttiva e la dimensione delle imprese non finanziarie: laddove i mercati finanziari sono poco sviluppati e predominano le banche, le imprese tendono a essere più piccole e meno orientate a fare investimenti innovativi⁶. Questo risultato è importante per prevedere lo sviluppo futuro delle economie avanzate: se crediamo che esso sarà basato più che in passato sulla grande dimensione d’impresa e sull’innovazione continua, allora in paesi come l’Italia abbiamo un problema⁷. Ma ne parleremo dopo.

Fra i due modelli tradizionali di struttura finanziaria – più mercati, più banche – si è insinuata negli ultimi anni una variante del primo

⁵ Ampia evidenza empirica sul ruolo dei sistemi finanziari basati sulle banche o sui mercati nel promuovere lo sviluppo economico è contenuta in R. Levine, *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?*, Journal of Financial Intermediation, 11, pp. 398-428, 2002.

⁶ La letteratura empirica ha in particolare mostrato come il capitale azionario sia particolarmente indicato a finanziare l’innovazione: si veda ad esempio J.R. Brown, S.M. Fazzari e B.C. Petersen, *Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom*, Journal of Finance, 64(1), 2009.

⁷ “First, it is essential that more risk capital flows to firms that want to innovate and grow in size. Equity financing is best suited for higher risk and innovative projects [...] Equity can be raised through individual investors, venture capital or private equity funds, or, when a company matures, listing on a stock exchange. [...] non-bank debt finance has to become a structural component of corporate financing alongside bank lending and equity”. I. Visco, *Investment financing in the European Union. Keynote address by Ignazio Visco, Governor of the Bank of Italy*, Paris, 19 November 2015.

modello: essa comunque presuppone l'esistenza di mercati dei capitali ampi e spessi, ma è basata su pseudo-intermediari finanziari diversi dalle banche. Protagonisti ne sono i fondi di *private equity* (PE), concetto in cui facciamo rientrare anche i capitalisti di ventura (*venture capitalists*, VC). Dunque soggetti che acquistano azioni delle imprese, non prestano loro risorse in senso tradizionale, e tuttavia sono sia prestatori sia azionisti, perché il patto implicito con le imprese nelle quali si coinvolgono è che ne usciranno dopo un certo tempo, lungo ma definito, appunto rivendendo sul mercato le quote di proprietà acquisite. Nel frattempo, soprattutto se sono fondi di VC, si ingeriscono nella gestione dell'azienda.

Mi diffondo su questi soggetti, anche al di là della loro rilevanza quantitativa sul totale dei servizi finanziari del mondo, perché penso da tempo che essi siano l'interfaccia migliore che la finanza possa offrire a quelle imprese che guidano lo sviluppo di un paese: quelle che cavalcano l'innovazione, tecnologica e di mercato.

Un fondo di *private equity* ha in comune con una banca il fatto di raccogliere fondi da alcuni e di darli ad altri, ma per il resto fa un mestiere totalmente diverso.

Una banca tradizionale raccoglie depositi "a vista" da una moltitudine di piccoli risparmiatori fortemente avversi al rischio e li presta, a varie scadenze, a un gruppo più ristretto ma comunque ampio e vario di imprenditori, di cui valuta prudentemente (nella migliore delle ipotesi) solidità e progetti ma da cui si fa normalmente rilasciare ampie garanzie reali e nella cui gestione normalmente non entra. Invece, un fondo di PE raccoglie denaro da pochi grandi investitori che sono poco o per nulla avversi al rischio e li investe in poche imprese che presentano una combinazione rischio-rendimento alta in entrambi i termini, nella forma di partecipazioni al capitale e con un deciso coinvolgimento nella gestione.

Se le imprese sono in embrione (*seed*) o neonate (*start-up*) chi ne acquista la proprietà è appunto un “capitalista di ventura” (può essere un fondo ancora più circoscritto o addirittura un individuo) e in tal caso la funzione di consulenza o di coinvolgimento diretto nella gestione diviene essenziale. Se sono imprese mature di cui un altro imprenditore, o anche lo stesso *management*, tenta un’acquisizione maggioritaria o totalitaria, normalmente in presenza di un’opportunità di crescita e rafforzamento, si parlerà di *buy out* (“compro tutto”).

Dov’è la convenienza di un imprenditore a farsi dare soldi contro azioni da un fondo di PE piuttosto che ricorrere al prestito di una banca tradizionale, oppure emettere obbligazioni, o ancora aumentare il capitale e collocare le nuove azioni direttamente sul mercato?

Per capirlo dobbiamo riandare all’origine storica di questi soggetti. Essi sono nati e si sono sviluppati negli Stati Uniti, per una ragione che sta nel loro stesso nome e nella morfologia di quel sistema economico. Lì le imprese sono normalmente *public*, cioè la loro proprietà è a disposizione di tutti sul mercato borsistico. Ma se sono entrate in una fase d’incertezza o di difficoltà dovuta per esempio all’autoreferenzialità del *management*, allora è bene che tornino *private* per un po’, cioè che tornino ad avere un padrone, o almeno un azionista di riferimento, che le rilanci nel suo interesse e in quello degli altri azionisti. Poi torneranno *public*, cioè contendibili da parte di chiunque, che è la condizione naturale di un’impresa in un’economia capitalistica, almeno nei paesi di cultura anglo-americana. Ancora più pressante è l’esigenza delle imprese neonate, ad esempio *start up* tecnologiche, di avere un co-padrone *private* avveduto (un capitalista di ventura), conoscitore anche del mercato e non solo della tecnologia.

È appena il caso di notare che nell’Europa continentale, soprattutto in Italia, la condizione normale di un’impresa, anche grande, è di essere

private, cioè non quotata, o comunque poco contendibile grazie ad accorgimenti come scatole cinesi, patti di sindacato *et similia*. Anche su questo torneremo.

Il movente comune dell'intervento di un PE o di un VC sta nel mutamento tecnologico e di mercato, che crea opportunità per imprese neonate o per imprese mature ma strategicamente deboli, anche se con un potenziale di ripresa; opportunità che bisogna saper cogliere, cosa che gli azionisti e gestori attuali non saprebbero fare. Un prestito, bancario od obbligazionario, o l'offerta di nuove azioni sul mercato non bastano, poiché non è solo questione di soldi ma di competenze; anzi l'ultima opzione (il mercato dei capitali) ha l'inconveniente per la proprietà attuale di diluirla senza raggiungere il risultato.

Questo speciale segmento del mercato finanziario e dei capitali si è molto sviluppato negli anni, anche se la sua dimensione rimane nel complesso ridotta. In Italia il divario con le altre economie avanzate è particolarmente ampio nel comparto dell'*early stage*: gli investimenti in imprese neonate rappresentano, in rapporto al PIL, meno di un decimo di quelli che si osservano negli USA.

Da quanto detto finora possiamo trarre due conclusioni per quel sistema complesso che abbraccia finanza e *governance* delle imprese: 1) dev'essere articolato e spesso per consentire la crescita duratura dell'economia; 2) deve far cogliere alle imprese tutte le opportunità che la tecnologia e il mercato presentano.

Due avvertenze vanno però segnalate. Il sistema finanziario dev'essere evoluto ma non ipertrofico⁸. È il massimo insegnamento della crisi finanziaria globale: le bolle finanziarie, se non viste o trascurate

⁸ J. L. Arcand, E. Berkes e U. Panizza, *Too much finance?*, Journal of Economic Growth, 20(2), 2015; S. Cecchetti e E. Kharroubi, *Reassessing the impact of finance on growth*, BIS WP 381, Basel, Bank for International Settlements, 2012.

dalla regolamentazione, alla lunga scoppiano, e riportano indietro l'orologio dello sviluppo economico. La seconda avvertenza è che l'evoluzione della tecnologia e dei mercati reali è talmente rapida da richiedere risposte tempestive e incisive da parte delle imprese. La finanza (mercati e intermediari) e i sistemi di governo delle imprese devono intrecciarsi più strettamente per fornirla.

Finanza ed economia in Italia

Ho accennato poco fa alla struttura finanziaria italiana e alla sua apparente incoerenza col modo moderno di produrre beni e servizi.

I punti essenziali a questo riguardo sono due e risultano da un semplice esercizio di comparazione internazionale: 1) rispetto agli altri paesi avanzati l'Italia ha imprese con molto debito e poco capitale; 2) sul totale del loro debito finanziario, la quota di quello bancario è più alta. Il divario con gli altri paesi si è ridotto negli ultimi anni, ma è ancora ampio.

In due miei interventi recenti⁹ ho ricordato sia i progressi compiuti sia quelli ancora da compiere. Cominciamo dai primi.

Dal 2011 la leva finanziaria delle imprese del settore privato (escluse le banche e gli altri soggetti finanziari professionali, calcolata come rapporto tra debiti finanziari e la somma di questi e del patrimonio netto), si è ridotta di oltre 7 punti percentuali, al 42 per cento.

È aumentato il ricorso delle imprese al mercato azionario, soprattutto negli anni più recenti: tra il 2014 e il 2016 si sono quotate in borsa (principalmente sull'Alternative Investment Market, AIM) più di 60 imprese. Negli stessi anni il ricorso ai fondi di PE è però solo tornato sui livelli precedenti la crisi.

⁹ S. Rossi, *Idee per il futuro del sistema finanziario italiano*, XXXI Convegno dell'Associazione Adolfo Beria d'Argentine, Courmayeur, 23 settembre 2017; S. Rossi, *Finanza e sviluppo*, 41esima Giornata del Credito, Roma, 4 ottobre 2017.

Sono aumentate anche le emissioni obbligazionarie, dal 7 al 12 per cento del totale dei debiti finanziari, con un corrispondente arretramento dei debiti con banche, dal 66 al 61 per cento.

I progressi compiuti sono innegabili, ma io credo che la struttura finanziaria italiana non si sia modificata abbastanza: il nostro sistema rimane troppo basato sul debito finanziario e troppo poco sul capitale di rischio; le banche continuano a giocare un ruolo eccessivo, che si ritorce loro contro, rendendole più vulnerabili nelle fasi negative del ciclo economico. Le nostre imprese ricorrono al capitale di rischio solo per il 46 per cento del loro passivo totale, contro il 53 della media dell'area dell'euro. Il credito bancario rappresenta oltre il 60 per cento dei debiti finanziari delle imprese, mentre nella media dell'area dell'euro esso non supera il 40 per cento e negli Stati Uniti e nel Regno Unito un terzo.

Le cose si fanno ulteriormente problematiche quando un sistema finanziario basato sulle banche si sviluppa in presenza di pratiche contabili poco trasparenti e di un sistema giudiziario sbilanciato a favore della tutela dei debitori ma inefficiente nel cogliere questo suo stesso obiettivo, ad esempio a causa della lunghezza dei processi. In una tale situazione si afferma e si consolida un sistema di relazioni strette banca-affidato atto a finanziare essenzialmente investimenti tradizionali, quindi visibilmente meno rischiosi, in attività fortemente "tangibili" (capannoni e macchine piuttosto che conoscenza e tecnologia).

Alla luce delle considerazioni svolte nel paragrafo precedente, uno stimolo forte verso un ritmo di crescita dell'economia più alto e duraturo può venire da una trasformazione più decisa del nostro sistema finanziario, con più mercato e più soggetti finanziari istituzionali diversi dalle banche. Queste ultime possono solo giovare di un ridimensionamento e di un cambiamento del loro ruolo: è solo dimagrendo e cambiando in parte missione che molte banche italiane

possono innalzare la propria redditività, la cui esiguità media è in questa fase forse il loro principale problema.

Occorre che in Italia i termini “sistema finanziario” e “sistema bancario” non siano più sinonimi.

L’intermediazione bancaria gioca un ruolo fondamentale nel processo di allocazione delle risorse di un’economia, ciò è innegabile. Ma dobbiamo tenere conto di due lezioni offerteci dalla storia.

La prima è che l’intermediazione bancaria è un gioco che può diventare rischioso, a prescindere dalle buone intenzioni dei giocatori e dalla perizia dell’arbitro. Le crisi finanziarie divengono davvero nefaste per l’economia quando, indipendentemente dal punto d’origine, coinvolgono direttamente il settore bancario. La leva finanziaria degli intermediari crea inevitabilmente un potente meccanismo di amplificazione degli shock economici.

La seconda lezione è che una coesistenza equilibrata di mercati e intermediari rende più stabile il flusso di credito per l’economia reale. Nei paesi con mercati obbligazionari sviluppati, come gli Stati Uniti, il *deleveraging* bancario generato dalla crisi del 2008-9 è stato in parte compensato da un maggior ricorso delle imprese al mercato. In Italia, la riduzione del credito concesso dalle banche negli anni 2012-2014 è stata causata dalla recessione e poi dalla crisi europea dei debiti sovrani, quest’ultima avendo drasticamente ridotto il *funding* interbancario e a sua volta approfondito e prolungato la recessione; la compensazione con emissioni obbligazionarie non è avvenuta se non in forma molto più tenue ed è stata limitata alle aziende medio-grandi; l’uscita dalla recessione ne è stata rallentata.

La solo parziale trasformazione della nostra struttura finanziaria discende da difetti sia di domanda sia d’offerta. Dal lato della domanda,

le nostre imprese esprimono bisogni finanziari che non facilitano quella trasformazione. È risaputo come esse siano in media troppo piccole¹⁰, come abbiano una struttura familiare che non si ferma alla proprietà ma arriva fino alla gestione anche operativa¹¹. Molte di loro non riescono ad emettere obbligazioni, neanche associandosi a un *minibond*; molte di loro non intendono aprire il capitale a un fondo di PE quando gli sviluppi della tecnologia e del mercato lo consiglierebbero; men che meno intendono quotarsi, perché temono di far perdere alla famiglia proprietaria la presa sull'azienda. Si rivolgono a una o più banche. O non si rivolgono a nessuno, rinunciando anche a concrete possibilità di crescita.

Dal lato dell'offerta, molte banche italiane non hanno ancora assimilato il rischio serio cui la loro dominanza sul sistema finanziario le espone, in questi tempi di regole più severe sul capitale e di tecnologie *disruptive*. Le più avvedute fra loro stanno modificando il modello d'attività, puntando meno sull'erogazione *retail* del credito a famiglie e piccole imprese. Una ragione in più per queste ultime per fondersi in imprese più grandi o per associarsi a reti, rompendo il circolo, a volte vizioso, domanda-offerta, piccola impresa-credito bancario.

Le iniziative volte ad agevolare l'accesso delle nostre imprese ai mercati azionari e obbligazionari e a soggetti finanziari istituzionali non bancari, come ad esempio i fondi di PE, trovano fondamento sia nell'esigenza di promuovere l'innovazione, e con questa lo sviluppo economico italiano, sia perché spingono il sistema finanziario a divenire più stabile ed efficiente.

¹⁰ Bugamelli, M, L. Cannari, F Lotti e S. G. Magri, "Il gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi", *Questioni di Economia e Finanza*, 121, 2012.

¹¹ A. Giunta e S. Rossi, *op.cit.*. Per un confronto internazionale si veda Bloom N. and J. Van Reenen, "Why do management practices differ across firms and countries?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24(1), pp. 203-224, 2010.

In ultima analisi un'economia cresce vivacemente e a lungo quando le sue imprese sfruttano tutte le opportunità che l'incessante evoluzione della tecnologia e dei mercati presentano loro. Occorrono dimensioni non piccole e molto dinamismo gestionale. Occorrono investimenti continui e risorse finanziarie, occorrono anche infrastrutture pubbliche di sostegno. La finanza deve favorire questo processo, non ostacolarlo. Le politiche pubbliche hanno già cominciato a porsi il problema della mutazione in corso del nostro sistema finanziario. Confido che usino tutti i mezzi a loro disposizione al fine di rendere questa mutazione più rapida e intensa.