

Banche e mercati: perché sono strumenti di politica economica

di Stefano Caselli*



Parto dalla fine. Dall'invito fornito dal Professor Amatori, in chiusura del suo contributo, a prendere parte a un dibattito «urgente» su un tema centrale della storia italiana dall'Unità a oggi: quello della presenza dello Stato nell'economia. Una riflessione – e in questo concordo pienamente con Amatori – che si rende indispensabile alla luce di quanto avvenuto a livello mondiale nell'ultimo anno.

L'arresto a intermittenza delle attività commerciali e produttive, i lockdown più o meno rigidi, l'utilizzo della cassa integrazione per tutelare i lavoratori, i finanziamenti «a pioggia» e quelli più mirati sono solo alcuni degli strumenti utilizzati dai governi, compreso il nostro, per arginare le conseguenze dirette della pandemia da Covid-19 sul tessuto economico-sociale¹.

Quanto avvenuto – e in buona parte sta ancora avvenendo – avrà conseguenze ancora per molti anni (sul debito, sui livelli occupazionali, sul benessere sociale), ma fin d'ora è possibile e doveroso riflettere su come arginare il più possibile l'onda anomala che ci ha investiti, senza esserne travolti ma provando invece a cavalcarla con gli strumenti economico-finanziari a nostra disposizione.

Il contributo di Amatori tratteggia con precisione storiografica la parabola di quelle che definisce «due facce della stessa medaglia»: le nazionalizzazioni e le privatizzazioni. Lo Stato italiano, *deus ex machina* e ar-

* **Stefano Caselli** è Prorettore per gli Affari Internazionali presso l'Università Bocconi, dove è Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari e Algebris Chair in Long-Term Investment and Absolute Return. È inoltre membro del Comitato di Direzione di SDA Bocconi School of Management ed editorialista per L'Economia del Corriere della Sera.

tefice unico degli assetti economico-finanziari del Paese, risulta il plenipotenziario a cui tutto demandare: decisioni, responsabilità, scelte strategiche.

Se il peso storico dello Stato nella nostra economia è un dato strutturale – anche e soprattutto alla luce delle profonde storture provocate da una presenza così ingombrante (l'enormità del nostro debito pubblico, la lentezza della macchina amministrativa e i ritardi in termini di sviluppo industriale di molte zone del Paese sono alcuni degli esempi più eclatanti) – questo non deve tuttavia essere vissuto come un destino inevitabile.

LA GRANDE TENTAZIONE

Per sviluppare la mia riflessione, partirò dall'analisi di titolo e sottotitolo del mio ultimo libro: *La grande tentazione. Perché non possiamo rinunciare a banche e mercati?*. Il primo rappresenta un monito per il presente alla luce degli errori commessi nel passato; il secondo un auspicio e un invito per il futuro a utilizzare soluzioni e strumenti nuovi e a mio avviso più efficaci.

La «grande tentazione» del ritorno dello Stato è diventata improvvisamente più evidente durante questa crisi eccezionale, ma è sempre esistita. Dopo oltre trent'anni di predominio del mercato, l'emergenza Covid-19 ha fatto riaffiorare nel nostro Paese vecchi paradigmi che sostengono un ritorno dell'intervento pubblico nell'economia. È questo il grande rischio da cui dobbiamo tenerci alla larga: il passaggio dalla cosiddetta mano invisibile del mercato a quella, fin troppo ingombrante, dello Stato.

La tentazione di scegliere la via dello statalismo è in questo periodo storico molto forte, non tanto perché recuperare la ricchezza perduta in termini di PIL appare una sfida estremamente complessa, ma anche perché i fardelli che trasciniamo – il debito pubblico e le inefficienze sistemiche del nostro Paese (dalla pubblica amministrazione al *digital divide*, dal sistema educativo a quello sanitario) – e le alte responsabilità a livello europeo – penso alla gestione dei fondi del Next Generation EU che, a breve, saremo chiamati ad amministrare – sono molto gravosi.

La scelta in favore di una maggiore presenza dello Stato, che rappresenta una scorciatoia di breve periodo, può essere anche avvalorata mettendo in luce i tanti errori che il mercato ha commesso. Tuttavia, il denaro pubblico necessario per far fronte all'emergenza non basterà a coprire i nostri difetti storici, che vanno dal già citato debito pubblico alla lentezza nella realizzazione delle infrastrutture, dall'evasione fiscale diffusa all'atavico nanismo industriale, fino all'incapacità di acquisire aziende straniere. Per questo motivo, se vogliamo recuperare la ricchezza perduta, ridare lavoro e dignità a tutti e cogliere l'occasione per fare meglio sul

terreno dell'innovazione e della crescita, abbiamo bisogno di molto di più. Abbiamo bisogno, come suggerito dal sottotitolo del mio libro, di banche e mercati.

L'OPPORTUNITÀ DI USARE BANCHE E MERCATI FINANZIARI

Banche e mercati finanziari, spesso travolti da una narrativa contraria, sia giornalistica sia accademica, sono infrastrutture potenti, capaci di moltiplicare denaro, idee ed energie integrandoli nel sistema economico. Questa forza d'urto va usata nel modo migliore possibile sia per ritornare a livelli del PIL di inizio 2020, sia per colmare il gap storico dell'Italia con i Paesi più virtuosi.

È importante sottolineare come banche, mercati finanziari, imprese – e sistema economico più in generale – abbiamo destini incrociati per natura. La turbolenza che ha investito il sistema finanziario nei primi mesi del 2020 e l'onda lunga della stagnazione, iniziata ben prima della crisi da Covid-19, ci spingono a ragionare su chi sia a concedere e chi a chiedere risorse finanziarie; due soggetti il cui legame rimane indissolubile. Il sistema finanziario dota infatti gli operatori di una infrastruttura funzionale alle scelte economiche fondamentali sia di investimento reale sia di risparmio. In altri termini, il sistema finanziario è complementare e dunque indispensabile all'economia reale per l'organizzazione delle attività d'impresa.

Un tale assunto coinvolge di fatto una vasta platea di interlocutori (manager, regulator, accademici, investitori) e non è un semplice esercizio intellettuale ma genera poderose conseguenze sull'assetto del sistema. Va dunque abbandonato il logoro e preconcepito paradigma che vede banche e imprese correre su binari separati e sposare invece una logica di convergenza che veda nel sistema finanziario l'asse di supporto per lo sviluppo di quello industriale. Affinché questo avvenga, è però necessario riconoscere quello che banche e mercati finanziari possono fare, quale ruolo deve giocare lo Stato e soprattutto quali cambiamenti occorre imprimere al sistema finanziario perché non cada negli errori del passato.

IL SISTEMA BANCARIO

Riguardare i dati dei bilanci 2019 suggerisce che una stagione critica è alle spalle. Inoltre, i dati della terza trimestrale 2020 e i primi di chiusura del 2020, nonostante la sconvolgente crisi del Covid-19, dimostrano una grande tenuta del sistema bancario. Questo è stato possibile per l'effetto sia di attente politiche di bilancio, sia soprattutto per uno sforzo senza precedenti di capitalizzazione che pone la quasi totalità delle banche italiane al di sopra di qualsiasi soglia di sicurezza. E questo permette al sistema di reggere la

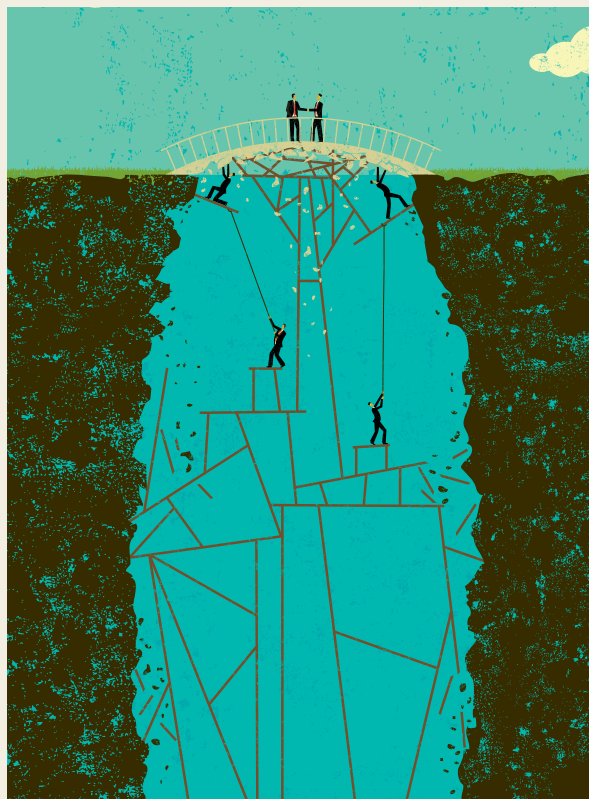
caduta del PIL senza dover aprire il fronte di una crisi finanziaria che metterebbe in ginocchio il Paese. Ma significa anche che serve una regolamentazione stringente, soprattutto che spinga le banche ad avere una chiara solidità patrimoniale oltre a un'adeguata liquidità. Va però sottolineato il fatto che le banche italiane hanno fatto realmente i compiti a casa, intraprendendo scelte difficili, e costruendo un patrimonio di solidità che adesso va usato con decisione per sostenere l'opera di rilancio del Paese. La recente introduzione di regole ancora più stringenti sul concetto di default va in questa direzione, anche se non è facile applicarle nel corso del 2021, anno in cui molte imprese e privati avranno chiari problemi di tensione finanziaria. Ma proprio per questo motivo l'azione della politica fiscale dei singoli governi è fondamentale per fare arrivare con tempestività la liquidità a imprese e cittadini.

Superata la crisi del Covid-19, il regolatore dovrà incominciare a riflettere sui criteri che rendono un sistema bancario solido e in grado di supportare il sistema economico. Se la spinta alla capitalizzazione e alla gestione dei rischi è essenziale, l'eccessiva capitalizzazione e l'eccessiva focalizzazione sui requisiti patrimoniali possono diventare un elemento paralizzante. Garanzia di stabilità è anche la qualità del modello di governance e di management, così come la capacità di rendere l'attività bancaria un motore di impatto sulla struttura economica e sociale di un Paese. I tempi sono quindi maturi per aprire questo tipo di dibattito, non tanto per offrire sconti sul capitale alle banche, ma per far sì che la dimensione del capitale possa essere proporzionata all'impatto che una banca è capace di assicurare, grazie ai suoi finanziamenti e alla sua gestione del risparmio. Si tratta di un dibattito difficile e che richiede coraggio, ma è essenziale affinché le infrastrutture delle banche permettano a un Paese di funzionare. E l'Italia avrebbe pieno titolo, recuperando un po' di autorevolezza, per farsene promotrice.

Se le imprese hanno un dovere di crescita per creare nuova ricchezza a beneficio della collettività, le banche devono sviluppare un sistema di offerta che in maniera incisiva renda questo percorso possibile. Ciò significa allargare la dimensione del proprio ventaglio di offerte e interagire con la clientela non solo lungo l'asse dei prestiti ma anche lungo l'asse di tutte le operazioni di finanza straordinaria e di asset management che sono il presupposto di qualsiasi percorso di crescita. In questo senso, il rapporto con il mercato finanziario è decisivo. Anche in questo caso, la narrazione è stata spesso antagonista e dunque controproducente: il mercato di Borsa opposto al mercato bancario, il mercato bancario come il luogo del sostegno alle imprese e la Borsa come il luogo della speculazione. In realtà oggi la Borsa si presenta come uno strumento di poli-

tica economica a costo zero, ossia come un canale già strutturato e funzionante attraverso il quale le imprese possono raccogliere le risorse per la crescita e l'internazionalizzazione. Questo può avvenire se in presenza di un'abbondanza di liquidità a livello mondiale investibile in attività finanziarie che dimostrino la bontà delle proprie prospettive future.

Il focus della banca va però spostato fuori da sé. È ora di ritornare a occuparsi con convinzione dei clienti. Questa affermazione non è un atto di accusa alle banche – che negli ultimi anni hanno affrontato una delle fasi più complesse della storia del sistema finanziario di sempre – ma piuttosto l'esigenza di chiudere definitivamente un passaggio che ha portato a robusti aumenti di capitale e alla dotazione di mezzi propri chiaramente superiori ai minimi richiesti, per aprire una nuova fase di sviluppo. Questo dato non è soltanto confortante perché testimonia la solidità e la capacità di tenuta rispetto a turbolenze future, ma mette anche in luce la disponibilità di risorse significative da investire. Il cliente e i suoi bisogni devono diventare oggetto di nuovo investimento e di nuova attenzione. Diventa decisiva la costruzione di strutture di advisory, sia per clienti retail sia per le imprese, che possa accompagnare le scelte dei clienti lungo il ciclo di sviluppo e nell'interazione con il mercato dei capitali (un dato che vale soprattutto per le imprese). Il futuro delle banche iper-capitalizzate non può essere allora quel-



© SHUTTERSTOCK - RETOROCKET

© Egga SpA - TUTTI I DIRETTI SONO RISERVATI

lo di un modello di business che si perpetua, che vede il proprio centro di gravità decisionale all'interno, col rischio che diventi una zavorra, ma deve spostarsi nel mercato per dare e ricevere valore nella rete delle relazioni di clientela.

SPEZZARE IL RAPPORTO FRA DEBITO PUBBLICO E CRESCITA

I prossimi mesi saranno decisivi per il nostro Paese. Le scelte di politica economica avranno un impatto che trascende la stessa dimensione economica: la capacità di assicurare una crescita robusta e sana determina impatti di natura sociale che vanno dall'occupazione alla riduzione dei divari sociali, fino alla riduzione della povertà. Tali scelte devono però confrontarsi con tre variabili fondamentali: la crescita del PIL, la crescita del debito pubblico e la stabilità delle banche. Ogni scelta dovrà essere guidata da un ragionamento chiaro e pragmatico: le strategie che vengono finanziate con deficit e che portano a un aumento del debito sono giustificabili solo se l'impatto sulla crescita è netto e definito. Allo stesso modo, il trasferimento alle banche di compiti e decisioni per il bene collettivo è possibile solo se la crescita che ne scaturisce è altrettanto forte e determinata. Questo significa che il rischio vero da evitare è quello di attraversare questo nuovo anno imprimendo poca crescita all'economia ma facendo crescere il debito pubblico e indebolendo il sistema bancario. Il conto da pagare nel 2022, in questo caso, sarebbe drammatico perché una crisi del debito pubblico e una crisi del sistema bancario porterebbe il Paese alla rovina economica e sociale.

Gli spazi e i tempi per agire ci sono tutti, così come per evitare lo scenario peggiore. Occorre però fissare alcune «regole del gioco» che devono essere accettate nel momento in cui si passa dalla definizione degli schemi di intervento (sia dentro sia fuori il contesto del Recovery Fund) alla loro implementazione. Tali regole, che permettono di gestire il triangolo fra crescita, debito e stabilità del sistema bancario, sono le seguenti:

- le risorse finanziarie non devono provenire solo dallo Stato e dall'Europa. Gli schemi di intervento devono sempre più fare leva sul risparmio disponibile, che è in eccesso e che, in un mercato dove i tassi sono strutturalmente a livello zero, non ha più canali validi per gli investimenti;
- gli schemi di partenariato pubblico-privato (*public-private-partnership*, PPP) hanno la funzione di rendere più accessibile l'intervento privato, mantenendo una direzione pubblica, e quindi moltiplicando l'effetto che le sole risorse pubbliche potrebbero avere;
- la leva fiscale ha un ruolo determinante se indiriz-

za in modo pesante e permanente le imprese verso comportamenti virtuosi e di crescita, che rendono quindi tollerabile il maggiore debito a fronte di una probabile crescita;

- le politiche di debito devono essere sempre accompagnate da una chiara identificazione degli obiettivi di «impatto», dove questo significa sostegno ai progetti reali: dalle infrastrutture (fisiche e digitali) alla dimensione ambientale e di sostenibilità;
- il sistema bancario deve essere usato come strumento per moltiplicare gli interventi a favore dell'economia, affiancandosi in modo opportuno sia agli schemi PPP sia a quelli di incentivo fiscale.

Se esiste un'adesione vera e convinta a questi principi fondamentali (che vanno ben oltre la loro natura tecnica ma assumono un significato politico di politica economica), è possibile iniziare a individuare una serie di azioni concrete utili al rilancio del Paese.

LE REGOLE FISCALI E IL RUOLO DELLO STATO

Privatizzazioni, dismissioni e liberalizzazioni. Se in passato questi tre concetti sono stati legati tra loro e utilizzati per promuovere lo sviluppo economico e ridurre il debito pubblico, oggi non è più necessariamente così. Anche se la monetizzazione dell'attuale portafoglio di partecipazioni pubbliche rappresenta una tentazione per molti, occorre affrontare questo tema con lucidità, distinguendo tra privatizzazioni e dismissioni e proponendo scelte diverse da caso a caso che definiscano senza equivoci il ruolo dello Stato azionista.

La mia ferma convinzione è che qualsiasi intervento pubblico debba sempre avere un termine temporale esplicito e una logica vicina a quella del private equity, che il portafoglio pregresso debba abbandonare una logica di amministrazione e passare a una di valorizzazione, che le logiche di PPP si diffondano rapidamente per mobilitare più risorse e ampliare lo spettro degli obiettivi verso un vero impatto economico e sociale.

Per direzionare bene la forza del sistema finanziario abbiamo bisogno di regole e di scelte di campo. Questo non significa marginalizzare lo Stato o le altre istituzioni europee, che, in una logica di affiancamento temporaneo al mercato o con meccanismi di mercato, devono sostenere attivamente le politiche di sviluppo. Il recente report dell'High Level Forum on the Capital Market Union offre spunti molto chiari su questo³.

Ecco allora che i mercati e gli investimenti finanziari giocano un ruolo determinante, che le scelte di politica economica devo valorizzare in modo permanente. In primo luogo, occorre promuovere l'utilizzo del mercato finanziario e l'intervento degli investitori (private equity, venture capital, PIR, ELTIF) a sostegno dell'equity delle imprese. Il rischio da evitare è quello di una statalizzazione dell'intervento nel capitale di rischio e

uno spiazzamento del mercato. La strada è invece quella di trovare le condizioni affinché l'intervento dello Stato venga utilizzato appieno e segua logiche di affiancamento ai capitali privati.

In secondo luogo, è necessaria una riflessione sul tema del credito bancario e sul ruolo della garanzia pubblica. Il ricorso al canale bancario, sebbene nell'immediato possa essere utile, crea già nel breve termine un impatto negativo: le aziende si indebitano e gli spazi per ottenere credito in futuro possono ridursi. Il mantenimento della garanzia statale dovrebbe in prospettiva essere ancorato a una logica di capitalizzazione: la garanzia statale sul credito viene concessa solo se l'impresa procede a un aumento di capitale definito su una percentuale fissa del credito stesso. Infine, sempre sul versante del debito, il ricorso a prestiti obbligazionari a scadenza oltre i dieci anni, con interessi ancorati alla ripresa del fatturato o allo sviluppo di progetti infrastrutturali, è la scelta da intraprendere. Questo porta a una varietà di soluzioni che si estendono a bond dedicati a singole filiere produttive o a singoli cluster territoriali, oppure ai social bond con una logica di intervento profondo su aree che necessitano di vera ricostruzione. Il dato importante è che gli impact bond permettano di intercettare quella domanda di investimento così diffusa (sia dei singoli investitori e risparmiatori sia di investitori istituzionali come i fondi pensione) e di realizzare di obiettivi che possano essere qualificati come Environmental, Social and Corporate governance-ESG.

IL FUTURO DAVANTI A NOI

Per recuperare il terreno perduto occorre dunque sfruttare la forza straordinaria di banche e mercati finanziari, i più forti strumenti di politica economica in nostro possesso, gli unici capaci di moltiplicare risorse, idee ed energie da integrare nel sistema produttivo italiano. La crisi che ci ha duramente colpiti va trasformata nel pretesto per cambiare le regole del gioco e per creare gli spazi di crescita di cui abbiamo bisogno. Solo così si potrà rilanciare l'economia, sostenere le imprese e affrontare le sfide del futuro. La strada del mercato finanziario e dell'impiego delle risorse private è quella da seguire in modo deciso per moltiplicare le risorse del Recovery Fund. «Moltiplicare» diventa quindi una parola fondamentale. Per farlo vanno identificate le aree di intervento, gli obiettivi e i risultati attesi, e soprattutto va monitorato lo stato di avanzamento dei lavori. Imparare a spendere è la lezione più grande che il Recovery Fund potrà generare per il nostro Paese. Se saremo capaci di questo, nessuno verrà a chiederci conto dell'ammontare gigantesco di debito pubblico che il nostro Paese ha accumulato ulteriormente nel corso del 2020. Ma questo chiede al mercato di sprigionare la sua forza e le sue risorse, allo Stato di giocare il proprio ruolo ricordandosi che fare l'imprenditore non è il suo mestiere ma agire imprenditorialmente sicuramente sì. Arginare la pandemia, gestire con KPIs trasparenti il piano vaccinale, promuove il business plan del Paese, sono esempi concreti di un'azione imprenditoriale dello Stato.

¹ Per una rassegna di dettaglio delle forme di intervento statale si veda l'eccellente analisi svolta da OECD, «Covid-19 Government Financing Support Programmes for Businesses», OECD Paris, 2020.

² Molte delle riflessioni contenute in questo contributo prendono spunto da questo volume, edito da Egea nell'ottobre del 2020.

³ «Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union. A New Vision for Europe's Capital Markets», European Commission, 10 giugno 2020.

IN SINTESI

- Per recuperare il terreno perduto in questi mesi di pandemia occorre sfruttare la forza di banche e mercati finanziari, i più forti strumenti di politica economica in nostro possesso, gli unici capaci di moltiplicare risorse, idee ed energie da integrare nel sistema produttivo italiano.
- I mercati e gli investimenti finanziari giocano un ruolo determinante per favorire la crescita, che le scelte di politica economica devono valorizzare in modo permanente. In primo luogo, occorre promuovere l'utilizzo del mercato finanziario e l'intervento degli investitori (private equity, venture capital, PIR, ELTIF) a sostegno dell'equity delle imprese.
- Qualsiasi intervento pubblico in economia deve sempre avere un termine temporale esplicito e una logica vicina a quella del private equity; il portafoglio pregresso deve abbandonare la logica di amministrazione e passare a una di valorizzazione; le logiche di partenariato pubblico-privato si devono diffondere per mobilitare più risorse e ampliare lo spettro degli obiettivi verso un vero impatto economico e sociale.