

# Una visione lunga...

## Oltre il tempo del Recovery Plan

### COMITATO SCIENTIFICO

Marta Cartabia  
Andrea Sironi  
Giulio Tremonti  
Luciano Violante

### Coordinamento

Laura Carbone  
Direttore Relazioni  
Istituzionali

e con il contributo di:

Alessandro Stefano Barbina  
Direttore Ufficio Studi

Matteo Callegari  
Ufficio Studi

## Indice

*Riflessioni dalle sei missioni  
del Piano Nazionale  
di Ripresa e Resilienza*

PREMESSA 10

Guardare avanti...

**Eugenio Belloni**

Fondazione ResPublica

INTRODUZIONE 16

L'Italia e la sfida del debito  
per il prossimo decennio

**Carlo Altomonte**

Università Bocconi

e **Gregorio De Felice**

Intesa Sanpaolo

### 1

---

DIGITALIZZAZIONE,  
INNOVAZIONE,  
COMPETITIVITÀ E CULTURA 25

DIGITALIZZAZIONE  
E INNOVAZIONE

Tecnologie digitali?

Il futuro è in corso

**Enrico Cereda** IBM 27

Il fattore competitivo  
della ricerca

**Giorgio Metta**

Istituto Italiano di Tecnologia 33

Investire in futuro in AI  
come scienza fondamentale  
interdisciplinare

**Riccardo Zecchina**

Università Bocconi 38

COMPETITIVITÀ

Una piattaforma di eccellenze,  
aperta e condivisa  
per l'innovazione  
del sistema Paese

**Fabio Benasso**

Accenture Italia 44

Verso un sistema  
bancario migliore

**Antonio Foglia**

Economista, banchiere 50

La finanza per la  
crescita delle imprese

**Andrea Mignanelli**

Cerved 58

### 2

---

RIVOLUZIONE VERDE  
E TRANSIZIONE ECOLOGICA 67

TRASFORMAZIONE  
ECOLOGICA

Transizione ecologica  
e sostenibilità

**Carlo Carraro**

Università Ca' Foscari 69

Transizione ecologica  
e rivoluzione verde

**Patrizia Grieco**

Monte dei Paschi di Siena 79

## RIVOLUZIONE VERDE

Un sistema elettrico composto da solo FEB sarà il più economicamente conveniente dal 2030?

**Alberto Bitetto**  
Whysol 86

Transizione ecologica

**Valentina Bosetti**  
Terna 97



INFRASTRUTTURE PER  
UNA MOBILITÀ SOSTENIBILE 105

## INFRASTRUTTURE

Quattro pilastri per costruire la mobilità sostenibile

**Gianluigi Castelli**  
Ferrovie dello Stato Italiane 107

La curva delle nostre città

**Carlo Ratti**  
Mit Boston 117

Infrastrutture per la mobilità sostenibile: la mobilità del futuro

**Ferruccio Resta**  
Politecnico Milano 122

Una storica opportunità per i traffici e i porti italiani

**Eugenio Belloni**  
e **Alessandro Barbina**  
Fondazione ResPublica 130

## RIGENERAZIONE URBANA

Città e infrastrutture, patrimonio da rigenerare

**Roberto Callieri**  
Federbeton 140

La città al centro del mondo post-Covid

**Silvia Rovere**  
Assoimmobiliare 147

Una visione "oltre" della rigenerazione urbana

**Federico Sutti**  
Dentons 155



ISTRUZIONE E RICERCA 163

## CAPITALE UMANO E FORMAZIONE

Ripartire dalla scuola: più conoscenza e più talento per l'Italia di domani

**Francesco Profumo**  
Compagnia di San Paolo 165

Il capitale umano: una priorità per il futuro del Paese

**Andrea Sironi**  
Università Bocconi 173

## ISTRUZIONE E RICERCA

Istruzione, Formazione, Ricerca, Capitale Umano e Talenti

## Giovanna Dossena

Università degli Studi di Bergamo 184

Le sfide per la ricerca e la salute

**Marco Simoni**  
Human Technopole 197



INCLUSIONE E COESIONE 205

## PARITÀ DI GENERE

Parità di genere e partecipazione femminile al mercato del lavoro

**Giuliana Paoletti**  
Image Building 207

Parità di genere

**Paola Profeta**  
Università Bocconi 215

Diversity e Inclusion nella finanza, il momento è ora

**Anna Tavano** HSBC 225

Percorsi di crescita professionale e selezione dei talenti

**Maurizia Villa**  
Korn Ferry 231

## INCLUSIONE SOCIALE E TERRITORIALE

Inclusione sociale: le politiche demografiche

**Giancarlo Blangiardo**  
ISTAT 239

Italia 2030: prospettive per il Mezzogiorno

**Massimo Deandreis**  
e **Paolo Scudieri**  
SRM 248

Un fisco moderno orientato alla crescita

**Giuseppe Vegas**  
Università Cattolica 263



SALUTE 275

## ASPETTI SCIENTIFICI

Aspetti scientifici e sfide della ricerca

**Fabio Ciceri**  
Ospedale San Raffaele 277

## ASPETTI GESTIONALI

La Sanità: bisogni di salute e sfide del futuro

**Luciano Ravera**  
Humanitas 281

Aspetti gestionali per una sanità all'avanguardia

**Giuseppe Recchi**  
Gruppo Affidea 289

Sanità e New Generation EU: una opportunità da non perdere

**Rosanna Tarricone**  
Università Bocconi 299

# Antonio Foglia

Economista, banchiere



## Verso un sistema bancario migliore

Una tecnocrazia internazionale preparata e ben intenzionata come quella dei regolatori ha commesso errori nella normativa prudenziale sul settore bancario che ha causato la crisi bancaria globale iniziata nel 2007. La risposta alla crisi non ha migliorato la situazione incancrendo modelli di business e di vigilanza ormai obsoleti. Un sistema bancario diverso, meno rischioso benché più libero e rispettoso del mercato, è possibile e auspicabile. Fondi monetari diversificati potrebbero sostituire i depositi sul fronte della raccolta. E il patrimonio di conoscenze bancarie sul fronte degli impieghi potrebbe essere sfruttato, con meno rischi per tutti, in un modello “originate and distribute”. Con un forte risparmio delle famiglie da tutelare, piccole e medie aziende diffuse sul territorio ed una presenza bancaria capillare per conoscerle e servirle, l'Italia è in una situazione ottimale per evolvere in una direzione che permetterebbe anche di dare slancio e contenuti alle auspiccate Banking e Capital Market Unions.

L'Italia ha due grandi ricchezze che non sfrutta al meglio: un risparmio accumulato imponente e un sistema bancario capillare sul territorio. In queste pagine si esaminerà perché il sistema bancario attuale resta troppo fragile per contribuire stabilmente allo sviluppo delle imprese italiane e si indicheranno possibili evoluzioni per renderlo più resiliente, sempre ancorato al territorio ma anche più adatto ad una Banking e Capital Market Union a cui potrebbe dare un impulso determinante.

La proposta qui avanzata risponde pienamente alla Raccomandazione n.5 della Commissione Europea formulata all'Italia nel 2019 e ricordata a p. 37 del PNRR: “Favorire la ristrutturazione dei bilanci delle banche, in particolare per le banche di piccole e medie dimensioni, migliorando l'efficienza e la qualità degli attivi, continuando la riduzione dei crediti deteriorati e diversificando la provvista; migliorare il finanziamento non bancario per le piccole imprese innovative.”

### *Il sistema bancario che abbiamo*

La crisi finanziaria globale del 2008 ha evidenziato la drammatica inadeguatezza patrimoniale delle banche a livello globale. La crisi così detta dei “Subprimes” aveva poco a che fare con i presunti eccessi sui mutui nel mercato immobiliare americano.

Questi sono stati solo il primo detonatore di bilanci bancari resi esplosivi da una normativa che, pur gravando già sul settore come su pochi altri, si rivelò grossolanamente errata<sup>1</sup>. Infatti tutti i sistemi bancari del mondo entrarono in crisi in rapidissima successione, compreso quelli che, come quello italiano, poco o nulla avevano a che fare con i mutui ipotecari americani<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Per un approfondimento rinvio al mio paper “Crisi finanziaria e normativa bancaria” [http://www.brunoleonimedia.it/public/OP/IBL-OP\\_106-Foglia.pdf](http://www.brunoleonimedia.it/public/OP/IBL-OP_106-Foglia.pdf)

<sup>2</sup> Malgrado quanto si disse allora sui Subprimes e sulle responsabilità delle società di rating i mutui ipotecari con rating AAA si rivelarono assolutamente meritevoli del loro rating.

Il loro prezzo crollò dal 100% a 60% ma gli investitori recuperarono oltre il 97% del loro investimento negli anni successivi malgrado la crisi del settore (si veda il grafico in questo articolo del Financial Times: <https://ig.ft.com/story-of-a-house/>).

Il problema era nella leva eccessiva delle banche, autorizzate dalla normativa di Basilea a investire \$100 in Subprimes AAA in leva 50, cioè con solo \$2 di capitale e indebitandosi per la differenza. Quando il prezzo dei Subprimes passò da 100% a 90%, le banche subirono quindi perdite pari a 5 volte il capitale dedicato all'operazione e furono obbligate a vendere i Subprimes facendone crollare ulteriormente i prezzi e mettendo in moto un effetto valanga.

<sup>3</sup> Si vedano per esempio la mia analisi *"The Risk on Banks Books"* pubblicata dallo Swiss Finance Institute ([https://www.sfi.ch/resources/public/dtc/media/n8\\_01\\_ops.pdf](https://www.sfi.ch/resources/public/dtc/media/n8_01_ops.pdf)) o gli scritti di Andrew Haldane della Bank of England come *"Banking on the State"* del 2009 (<https://www.bis.org/review/r091111e.pdf>) e *"The dog and the frisbee"* del 2012 (<https://www.bis.org/review/r120905a.pdf>)

Tre furono i principali errori commessi dai regolatori internazionali. Innanzitutto i requisiti di capitale della normativa di Basilea si rivelarono eccessivamente bassi<sup>3</sup> perché, quando furono fissati negli anni '90, furono calibrati sulle fragilissime "zombie banks" giapponesi per non imbarazzare i colleghi della Banca del Giappone impegnati a tenerle artificialmente in vita. In secondo luogo l'insolvenza bancaria fu definita sulla base del valore degli attivi se detenuti fino alla scadenza, dimenticando che le banche devono rifinanziarsi ogni giorno e che chi le finanzia valuta i loro attivi sulla base delle condizioni e dei prezzi del momento. Infine quando nella crisi dell'hedge fund Long Term Capital Management nel 1998 divenne evidente l'estrema fragilità di quasi tutte le maggiori banche del mondo le autorità monetarie e finanziarie rimasero sorde ad un pur fragoroso allarme.

Si noterà che questi errori espongono da una parte il rischio sistemico di concentrare su una tecnocrazia autoreferenziale, pur preparata e bene intenzionata, una responsabilità enorme e dall'altro la profonda sfiducia della stessa tecnocrazia nelle capacità di previsione del mercato giudicate inferiori alle proprie.

Certo, i prezzi di mercato oscillano in modo apparentemente erratico, ma la loro variabilità esprime l'incertezza che caratterizza qualsiasi previsione, comprese quelle delle autorità monetarie e di vigilanza. Ma mentre chi opera sui mercati è incentivato a identificare e correggere tempestivamente i propri errori per limitare le perdite, chi vive di autorevolezza e reputazione ha incentivi pericolosamente opposti. Alla crisi finanziaria globale non è quindi purtroppo seguita un'adeguata analisi delle responsabilità dei

regolatori che avrebbe permesso di ricostruire il sistema finanziario globale su basi diverse e ben più solide.

Il sistema bancario rimane ancora nell'equivoco limbo di una graduale e confusa riforma e resta semi paralizzato. La risposta alla crisi è stata un'ulteriore espansione della normativa che ha ridotto di molto i gradi di libertà delle banche soggette ora ad un commissariamento di fatto con tutte le decisioni strategiche sottoposte al vaglio preventivo e discrezionale delle autorità. Autorità che inevitabilmente devono continuare ad aumentare gradualmente i requisiti di capitale frustrando così le attese di redditività ogni volta che il traguardo sembra vicino.

Le Borse si sono accorte di questa situazione insostenibile del settore bancario e i titoli bancari restano penalizzati, rendendo il loro rafforzamento patrimoniale ancora più difficile. Dal giugno del 2012, quando il Consiglio d'Europa reagì finalmente alla crisi, l'indice delle banche europee ha perso il -18% circa mentre l'indice azionario generale europeo ha guadagnato più del 60%.

#### *Il sistema bancario che potremmo avere*

Tradizionalmente le banche operano raccogliendo risparmi sotto forma di depositi e impiegandoli in prestiti. Il capitale, il cui scopo è assorbire le perdite su prestiti in modo da proteggere i depositi, è oggi pari al 7.5% degli attivi bancari in media in Europa.

Ma nelle crisi economiche le sofferenze su prestiti spesso superano il 10%-15% da cui la necessità di continuare a rafforzare il patrimonio delle banche se si vuole evitare che debbano ricorrere al sostegno dei contribuenti in caso di avversità. Ma lo schema di intermediazione del risparmio attraverso le banche, invariato da un paio di secoli, è ormai largamente obsoleto e sarebbe stato molto probabilmente spazzato via dalla crisi finanziaria globale se non fosse stato difeso da autorità monetarie e di vigilanza simbiotiche e interessate quindi al

La risposta alla crisi è stata una espansione della normativa

<sup>4</sup> Per esempio il “*Narrow Banking*” o il “*Limited Purpose Banking*” come in Laurence Kotlikoff, Jimmy Stewart is Dead: Ending the World’s Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking, John Wiley and Sons 2010. Entrambi in realtà non sarebbero una novità e somigliano molto al modo di operare delle banche private svizzere, diverse dalle quali infatti sono passate indenni attraverso alcuni secoli punteggiati da guerre e crisi.

<sup>5</sup> La cattiva reputazione in USA dei Money Market Funds dopo la crisi finanziaria globale è dovuta ad una peculiarità di quel mercato dove il valore della quota dei fondi monetari è fisso a \$1 ed a variare con la crescita del patrimonio del fondo grazie al rendimento degli investimenti non è il valore della quota ma il numero delle quote possedute dal singolo investitore e solo in aumento. Quando nella crisi il valore di alcuni investimenti scese, non in modo drammatico, la rigidità al ribasso del valore delle quote e del loro numero obbligò i fondi a bloccare i riscatti nel momento di massimo bisogno di liquidità dei clienti. A tutt’oggi questa particolarità dei fondi monetari americani non è stata risolta, rendendo tra l’altro impossibile in USA l’applicazione di tassi d’interesse negativi come nell’Eurozona.

ripristino del banco-centrico status quo ante.

Sono però possibili sistemi finanziari diversi<sup>4</sup> in cui il risparmio finanzia investimenti senza appoggiarsi al bilancio di banche tradizionali in alta leva finanziaria e quindi rischiose. Ci si potrebbe basare di più sulla finanza di mercato e meno su quella di istituti bancari che hanno perso il vantaggio competitivo che avevano quando le informazioni circolavano diversamente. Vediamo come funzionerebbe un sistema finanziario più mercato-centrico, e perché l’Italia sarebbe in una situazione ottimale per un’evoluzione verso di esso, cominciando dal punto di vista del risparmiatore, poi della banca e dell’imprenditore e infine dell’autorità monetaria e di vigilanza.

Al risparmiatore che avvicinasse il suo consulente bancario di fiducia invece di un deposito in conto corrente verrebbe offerto un fondo monetario, cioè un fondo d’investimento aperto a riscatti e sottoscrizioni giornalieri che investe in attività finanziarie sicure a breve scadenza. Con le tecnologie attuali avere una carta bancomat che invece di addebitare il proprio conto corrente effettua riscatti al fondo monetario sarebbe possibile. Altrettanto possibile sarebbe ricevere accrediti come lo stipendio direttamente in quote del fondo prescelto.

Per il risparmiatore, il vantaggio sarebbe che invece di trovarsi esposto al rischio di una sola banca avrebbe un fondo diversificato soggetto, a differenza di un deposito, al rischio di piccole variazioni negative di prezzo<sup>5</sup> ma non a crisi d’insolvenza come può succedere alle singole banche. Si eliminerebbe quindi anche il rischio della corsa agli sportelli per ritirare

dei depositi che caratterizza ogni crisi bancaria e che oggi obbliga a funambolismi istituzionali come l’assicurazione sui depositi o l’erogazione di aiuti a banche illiquide o insolventi<sup>6</sup>.

Per la banca, il passivo verrebbe finanziato da cambiali finanziarie ed altre passività finanziarie negoziabili acquistate dagli investitori. Una parte degli impiegati diverrebbero consulenti finanziari per aiutare i clienti nella gestione del loro portafoglio. La conoscenza delle imprese sul territorio verrebbe invece sfruttata per originare prestiti alle aziende locali da rivendere e distribuire ad altre banche ed investitori sotto forma di cartolarizzazioni. Il modello “originate and distribute” e le cartolarizzazioni, messi sotto accusa ingiustamente dopo la crisi finanziaria globale, potrebbero esaltare le competenze capillari di un sistema bancario esteso come quello italiano e soddisfare meglio le esigenze degli imprenditori.

Oggi infatti le piccole e medie imprese che non possono permettersi una pluralità di relazioni bancarie sono esposte al rischio che la banca loro corrispondente non sia in grado di erogare loro credito a causa di difficoltà proprie. Difficilmente ciò avverrebbe se i loro interlocutori fossero degli investment bankers sostanzialmente solo intermediari. Infatti erogherebbero e cartolarizzerebbero i prestiti, tenendone una parte per assicurare l’allineamento di interessi con gli altri investitori nelle cartolarizzazioni, ma senza aver bisogno dell’alta leva attuale delle banche per essere profittevoli e quindi sarebbero controparti più affidabili.

Abbiamo anche visto quali difficoltà hanno avuto le autorità monetarie nel cercare di fare affluire il credito alle im-

<sup>6</sup> Infatti, immaginando che un fondo monetario detenga un portafoglio diversificato in certificati di deposito negoziabili emessi da 25 banche diverse, investendo il 4% in ognuno. Se una delle banche andasse in crisi la perdita sarebbe sopportabile, ma anche immaginando una crisi profonda del sistema che portasse tutte le banche a perdere il 10%-15% del valore degli attivi a fronte del loro capitale del 7.5%, la perdita sui certificati di deposito sarebbe del 2.5%-7.5%. Il mercato prezzerebbe immediatamente questa perdita, la quota del fondo monetario perderebbe quella stessa percentuale e i risparmiatori non avrebbero nessun incentivo a correre agli sportelli a ritirare depositi (o vendere quote del fondo). L’incentivo oggi c’è dato che i depositi hanno un valore nominale fisso e quindi nel caso di perdite del 2.5% il primo 97.5% dei depositanti che ritira i soldi incassa il 100%, e l’ultimo 2.5% trova le casse vuote.



prese durante le crisi quando le banche erano poco propense ad erogare in prestiti la liquidità che ricevevano dalle banche centrali. Intervendo sul mercato delle cambiali finanziarie, dei certificati di deposito e delle cartolarizzazioni il sostegno all'economia reale diventerebbe diretto ed immediato. Da prestatori di ultima istanza al solo sistema bancario a market makers di ultima istanza per tutti.

Infine le autorità di vigilanza potrebbero alleggerire la plumbea cappa normativa sul settore. Le banche opererebbero con molta meno leva finanziaria e diverrebbero più simili a stabili asset managers e a studi professionali di investment bankers. Questo abbatterebbe il rischio che un problema idiosincratco diventi sistemico e permetterebbe quindi di reintrodurre la possibilità concreta di fallimento necessaria per il buon funzionamento e l'evoluzione di un economia di mercato.

Avremmo quindi un sistema bancario meno in leva e con portafogli di crediti ben diversificati anche internazionalmente grazie al mercato dei prestiti cartolarizzati, liberando le banche dai rischi insiti nella ciclicità dei distretti in cui operano. Ma senza per questo limitare l'accesso al credito delle piccole e medie aziende, anzi, perché il risparmio affluirebbe loro attraverso i fondi e le cartolarizzazioni. Se poi le banche centrali nazionali si fondessero nella BCE avremmo anche rimosso il principale ostacolo ad una genuina Banking Union e alle fusioni bancarie internazionali.

Un'evoluzione del sistema bancario italiano, e europeo, in questa direzione è perfettamente possibile anche senza cambiare alcunché dell'attuale assetto normativo. Serve tuttavia la fantasia collettiva per immaginarsi la situazione di arrivo perché non basta l'esempio di una singola banca che vada in questa direzione ma serve un gruppo di banche sufficiente a far nascere mercati dinamici negli strumenti finanziari necessari. La moral suasion in questa direzione conveniente per tutti potrebbe essere sufficiente senza ricorrere a strumenti come i vincoli sugli impieghi e sulla raccolta. Questi nuovi strumenti finanziari potrebbe-

ro diventare anche il cuore della Capital Market Union, permettendo finalmente una diversificazione europea delle fonti e degli impieghi. E Borsa Italiana potrebbe, come per i titoli di stato, mettere a punto mercati specializzati efficienti e diventare il perno della loro negoziazione.

Per quanto riguarda l'industria dei fondi d'investimento, che crescerebbe sostanzialmente, sarebbe utile rimuovere molta della vasta e ridondante normativa imposta al settore. Anche prima della bulimia degli ultimi due decenni, le crisi nel settore dei fondi regolamentati sono state rarissime e prive di conseguenze sistemiche. Oggi il timore delle autorità è che asset manager elefantiaci possano effettivamente porre rischi sistemici. Ma sono mostri che hanno largamente creato loro, con le economie di scala imposte dal peso degli adempimenti regolamentari in un mestiere che è possibile immaginare svolto con successo e professionalità anche da micro aziende di una mezza dozzina di persone. Oggi la concorrenza nel campo dei fondi è principalmente sul fronte sterile del marketing, dove fa premio il riconoscimento del marchio della società di gestione e quindi la sua dimensione rispetto alla sua capacità di produrre rendimenti interessanti. I portafogli dei fondi sono per lo più appiattiti sugli indici di riferimento per via delle loro enormi dimensioni, ma anche per colpa della normativa. Ma i mercati finanziari sono efficienti solo se gli operatori sono incentivati a capire chi merita di ricevere i capitali, non invece a distribuirli in base al peso acquisito dalle aziende negli indici di riferimento. Società di gestione più piccole che gestiscano fondi più agili potrebbero fare affluire maggiori risorse alle piccole e medie aziende.

Riforme e ristrutturazioni spontanee o incoraggiate nella direzione indicata troverebbero l'Italia favorita date le competenze bancarie e finanziarie sparse sul territorio e la prevalenza relativa di aziende piccole e medie.