

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 preconditione 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.

