

IL RISPARMIO

1

Anno LXIII - n. 1 gennaio - marzo 2015

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa

Poste Italiane Spa Sped. in abb. post. 70% DCB Roma - com. 20 lett. c - Art. 2 legge 662 del 23/12/96 - Filiale di Roma - Romanina



REGOLAMENTO PER LA SOTTOMISSIONE DEI MANOSCRITTI PER LA PUBBLICAZIONE NELLA RIVISTA *IL RISPARMIO*

1. PREMESSA

L'invio dei manoscritti alla Rivista per una valutazione ai fini della pubblicazione, presuppone l'accettazione da parte degli autori delle regole di pubblicazione di seguito esposte.

In particolare, gli autori devono:

- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto, o parti significative di esso, non sia stato pubblicato altrove;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sia sotto *review* per altra pubblicazione;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sarà inviato per altra pubblicazione prima della risposta finale del Comitato Scientifico sull'esito del processo di referaggio.

2. SOTTOMISSIONE MANOSCRITTI

Gli articoli vanno inviati al Comitato Scientifico via mail all'indirizzo elisabetta.boccia@acri.it in formato testo che includa il testo, le note e la bibliografia da pubblicare, corredati da un *Abstract* in italiano e in inglese di non più di 300 parole, indicando il codice JEL, disponibile su <http://www.aeaweb.org/journal/elclasjn.html>.

L'autore può proporre il suo lavoro per la pubblicazione in lingua inglese. Rimarrà a cura dell'autore la revisione del lavoro in lingua inglese qualora esso non venga considerato adeguato agli standard linguistici.

Sulla prima pagina del manoscritto va specificata l'Università o Ente di appartenenza, un numero telefonico e un indirizzo di posta elettronica dell'autore (o di almeno un autore nel caso di saggi a firma congiunta).

Il manoscritto deve essere formattato secondo quanto stabilito nella sezione "note per gli autori", pubblicata sul sito della rivista www.ilrisparmioreview.it.

3. PROCESSO DI REFERAGGIO

Il Comitato Scientifico esamina il manoscritto e, qualora lo giudichi potenzialmente idoneo per la pubblicazione nella Rivista, lo invia a tre *referee* per un triplo referaggio anonimo.

∞ La decisione iniziale del Comitato Scientifico richiede circa due settimane.

∞ La stesura dei rapporti dei *referee* richiede circa 1 mese.

Sulla base delle indicazioni dei *referee*, il Comitato Scientifico accetta l'articolo, richiede una revisione, oppure rifiuta l'articolo; in ogni caso verrà fornito agli autori un feedback.

In caso di accettazione da parte del Comitato Scientifico, si autorizzerà la pubblicazione e la stampa del lavoro assegnando, inoltre, il numero della rivista e l'anno in cui sarà pubblicato.

La fase di correzione delle bozze e di stampa del lavoro richiede circa 1 mese.

4. VARIE

Il Comitato Scientifico si aspetta che gli autori che inviano i propri manoscritti alla Rivista siano disponibili ad accettare di collaborare come *referee* nel caso in cui venga presentata loro tale richiesta.

Gli articoli pubblicati sul *Risparmio* saranno segnalati nelle bibliografie ECONLIT e EJEL.

IL RISPARMIO

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

Editorial Board

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Giuseppe Guzzetti (ACRI, Rome)

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Mario Nuzzo (LUISS, Rome)

Antonio Patuelli (ABI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

Pasquale Lucio Scandizzo (University of Rome "Tor Vergata")

*«Il Risparmio Review» is included in JEL on CD, e-JEL and Econlit,
the electronic indexing and abstracting service
of the American Economic Association*

1

Anno LXIII- n. 1 gennaio - marzo 2015

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa



Redazione:
Via del Corso, 267 - 00186 Roma
Tel. 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.23
elisabetta.boccia@acri.it
www.ilrisparmioereview.it
www.acri.it

Codice ISSN 0035-5615 (print)
Codice ISSN 1971-9515 (online)

Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.
La riproduzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.

SOMMARIO

PASQUALE LUCIO SCANDIZZO, CATALDO FERRARESE

L'impatto della Legge "Spending Review" 2014:

una stima con la matrice di contabilità sociale

The impact of the "spending review law":

a social accounting matrix estimation

5

ROBERTO MALAVASI, MAURO ALIANO

La cartolarizzazione dei mutui bancari:

una stima dei possibili effetti per le banche italiane

Bank loan securitization: an assessment of the possible

effects for Italian banks

25

GIANFRANCO SABATTINI

La crisi del credito alle imprese in Italia

The crisis of credit to the italian firms

43

IGNAZIO VISCO

In ricordo di Federico Caffè

Remembering Federico Caffè

63

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

BOOK REVIEWS

a cura di Elisabetta Boccia

77

**L'IMPATTO DELLA LEGGE “SPENDING REVIEW” 2014:
UNA STIMA CON LA MATRICE DI CONTABILITÀ SOCIALE**

*THE IMPACT OF THE “SPENDING REVIEW LAW”:
A SOCIAL ACCOUNTING MATRIX ESTIMATION*

Pasquale Lucio Scandizzo

*Professore di Economia Politica
Università di Roma “Tor Vergata”*

*Professor of Economic Policy
The University of Rome “Tor Vergata”*

scandizzo@uniroma2.it

Cataldo Ferrarese

Open Economics

dino.ferrarese@openeconomics.eu

Questo lavoro presenta una valutazione degli effetti diretti e indiretti della riduzione di imposte (i famosi 80 Euro) prescritta dalla legge Spending Review 2014, e confermata dalla più recente legge di stabilità. La valutazione è stata effettuata utilizzando la Matrice di Contabilità Sociale stimata da un team dell'Università di Roma "Tor Vergata", sulla base di una estesa base dati della economia italiana, e di un algoritmo di calcolo che tiene conto degli effetti strutturali della riduzione fiscale. I risultati suggeriscono che le misure previste dalla legge possono avere un effetto importante di rilancio dell'economia, purché siano sostenute nel tempo e siano incorporate nelle aspettative dei consumatori. La struttura della riduzione fiscale appare inoltre particolarmente virtuosa dal punto di vista degli effetti distributivi, con l'impatto maggiore sulle famiglie a basso reddito.

PAROLE CHIAVE: TASSE • LEGGE DI STABILITÀ • IMPATTO ECONOMICO • MATRICE DI CONTABILITÀ SOCIALE

This paper presents an assessment of the direct and indirect effects of the reduction of taxes (the famous 80 Euro) prescribed by Italian law Spending Review 2014, and confirmed by the more recent stability law. The evaluation was performed using the Social Accounting Matrix estimated by a team from the University of Rome "Tor Vergata", based on an extensive database of the Italian economy, and an algorithm that takes into account the structural effects of the tax reduction. The results suggest that the measures provided by the law can turn into a major economic stimulus, provided they are time persistent and are embedded in consumer expectations. The structure of the tax reduction also appears particularly virtuous from the standpoint of the distributional effects, with the greater impact on low-income families.

KEYWORDS: TAXES • STABILITY LAW • ECONOMIC IMPACT • SOCIAL ACCOUNTING MATRIX

Introduzione

In questo lavoro presentiamo un modello dell'economia italiana in grado di simulare l'impatto di misure economiche alternative, tenendo

conto in modo dettagliato, sia degli effetti di domanda, sia di quelli di offerta. Per far ciò abbiamo stimato una Matrice di Contabilità Sociale (SAM)¹ per l'Italia, seguendo una innovativa procedura che integra tecniche econometriche con metodi di stima Entropici (McDougall, 1999), aggiornata nella procedura e nei dati ai conti nazionali 2012. La matrice, il cui metodo di stima è descritto in dettaglio in Scandizzo, Ferrarese e Vezzani (2010), si basa su una interpretazione stocastica dei rapporti di interdipendenza (Thorbecke, 2001) ed è stata utilizzata per simulare gli effetti delle misure economiche contenute nella Legge 66/2014 approvate dal governo italiano e che prevedono l'introduzione di un bonus fiscale per i lavoratori dipendenti che guadagnano meno di 25.000 € all'anno, finanziato da una riduzione di spesa pubblica e da una tassa sui guadagni da parte delle banche. Questo tipo di intervento politico non può essere semplicemente studiato come l'effetto di un aumento del reddito disponibile delle famiglie, in quanto cambia le aliquote fiscali e quindi ha un effetto potenzialmente significativo sulla struttura della SAM in termini di coefficienti e moltiplicatori. Per questo motivo, abbiamo basato la nostra simulazione su una variante del modello lineare I-O, che tiene conto non solo dei moltiplicatori diretti di Leontiev, ma anche di quelli conseguenti a mutamenti dei coefficienti della matrice. Com'è noto, infatti, l'analisi tradizionale della SAM si basa sul cosiddetto modello aperto di Leontief (1986) secondo l'equazione:

$$[1] \quad \Delta X = (I - A)^{-1} \Delta Y$$

dove ΔY è un vettore di shock esogeni per gli n settori, istituzioni e fattori di produzione rappresentati nella matrice, ΔX è il vettore dei cambiamenti indotti nei livelli di attività degli stessi settori e A è la matrice SAM dei coefficienti. Tali coefficienti, lungo le colonne della matrice, esprimono sia gli acquisti di input da parte dei settori di produzione (prodotti finali e intermedi, prodotti e fattori di produzione), sia gli acquisti di beni finali da parte delle famiglie nelle varie classi

1) Alcuni riferimenti importanti nella abbondante letteratura sulla SAM sono: Meade and Stone (1941), Stone (1947), Pyatt and Thorbecke (1976), Pyatt (1988), Thorbecke (2001).

di reddito e delle altre istituzioni. Lungo le righe, d'altra parte i coefficienti misurano il prelievo di reddito di ciascun settore e istituzione dagli altri settori e istituzioni. Per la istituzione governo, essi riflettono quindi i prelievi fiscali dalle famiglie e dalle imprese. Per questa ragione, la simulazione degli effetti di una manovra fiscale che alteri le aliquote è possibile solo considerando una variazione della matrice dei coefficienti, secondo l'equazione (Norton, Scandizzo and Zimmerman, 1986; Scandizzo, 1992):

$$[2] \quad \Delta X = (I - A^*)^{-1}[(\Delta A)X + \Delta Y]$$

dove A e A^* sono le matrici SAM, rispettivamente con e senza il cambiamento, e ΔY è il vettore di cambiamenti esogeni nelle entrate o delle spese in conto Capitale.

Le stime della SAM italiana

I principali risultati della nostra stima della SAM italiana sono riassunti nella Tabella 1 (valori della SAM in termini di transazioni), e nella Tabella 2, in termini dei moltiplicatori ristretti degli investimenti². Questi valori rappresentano l'aumento del livello di attività di ciascun settore, fattore o istituzione, rispettivamente in risposta ad un incremento unitario delle attività in tutti i settori (moltiplicatori backward) o ad un aumento dell'attività di un settore specifico (moltiplicatori forward). I moltiplicatori sono "ristretti", nel senso che si presume che la bilancia dei pagamenti sia vincolata dalle condizioni dell'anno di riferimento in modo che alle esportazioni viene impedito di crescere per soddisfare l'aumento delle importazioni. L'ultima colonna e l'ultima riga della matrice dei moltiplicatori riportano i valori medi, rispettivamente, dei moltiplicatori forward e backward. I moltiplicatori forward esprimono l'aumento del livello di attività di un settore particolare in risposta ad un aumento equi-proporzionale in tutti i settori. Essi pertanto misurano l'importanza del settore consi-

2) Sul calcolo e l'interpretazione dei linkages, si vedano, in particolare i lavori di Nørregaard Rasmussen (1956), Chenery e Watanabe (1958), Hirschman (1958), Augustinovic (1970), Laumas (1975), e Lenzen (2003).

derato come un fornitore di beni e servizi e, in senso lato, la capacità di un settore di partecipare alla crescita complessiva. Questi moltiplicatori medi sembrano essere dello stesso ordine di grandezza per la maggior parte dei settori, e sono solo particolarmente elevati per il Capitale e per le imprese, che sembrano entrambi posizionati per trarre vantaggio dalla crescita più generale. I moltiplicatori backward, d'altra parte, quantificano la misura in cui un aumento autonomo del livello di spesa di un settore coinvolge tutti gli altri settori. Essi pertanto misurano l'importanza di un settore come centro della domanda per il resto dell'economia e possono essere considerati indici delle esternalità positive generate dalla struttura di rete cioè la capacità di diffondere una positiva (o negativa) scossa dal settore colpito agli altri settori. Questi moltiplicatori medi per l'Italia sembrano essere relativamente simili per tutti i settori e distribuiti uniformemente in tutta l'economia, senza alcuna particolare concentrazione in settori, fattori o istituzioni.

Pasquale Lucio Scandizzo - Cataldo Ferrarese

L'IMPATTO DELLA LEGGE "SPENDING REVIEW" 2014:
UNA STIMA CON LA MATRICE DI CONTABILITÀ SOCIALE

Tabella 1: La SAM Italiana

	Lavoro	Capitale	Famiglie	Imprese	Agr.	Estr.	Manif.	Energia e Acqua	Costit.	Servizi Privati	Servizi Pubblici	Gov.	Form del Cap.	Resto del Mondo	Totale
Lavoro	0	0	0	0	9,827	1,574	162,385	13,937	40,606	267,222	158,174	0	0	0	653,724
Capitale	0	0	0	0	18,143	3,527	100,046	28,143	47,328	489,827	49,473	0	0	0	736,487
Famiglie	653,724	192,042	0	314,929	0	0	0	0	0	0	0	99,078	0	3,259	1,263,033
Imprese	0	544,444	0	0	0	0	0	0	0	0	0	134,876	0	0	679,321
Agricoltura	0	0	16,893	46	3,838	0	16,564	23	71	3,094	88	4,376	185	4,329	49,505
Estrazioni	0	0	1	0	3	107	3,121	4,463	297	104	0	3	30	541	8,671
Manifatture	0	0	176,325	3	9,187	708	253,488	13,154	39,497	79,252	10,241	1,797	76,245	316,128	976,027
Energia e Acqua	0	0	36,199	58	1,572	292	29,257	19,613	1,406	29,533	11,045	180	0	4,280	133,436
Costruzioni	0	0	8,692	0	335	56	2,735	640	43,788	6,586	6,200	18	146,600	329	215,978
Servizi Privati	0	0	545,347	10,062	5,081	1,744	182,523	18,427	35,156	453,672	45,202	20,434	19,986	85,939	1,423,572
Servizi Pubblici	0	0	207,525	28,448	0	195	16,252	1,707	1,433	23,212	58,710	12,975	0	854	351,312
Governo	0	0	132,747	87,511	713	107	50,840	11,065	4,561	44,225	8,647	0	0	65	340,481
Formazione del Capitale	0	0	128,470	238,263	0	0	0	0	0	0	0	66,745	0	0	433,478
Resto del Mondo	0	0	10,835	0	808	360	158,815	22,264	1,836	26,844	3,532	0	190,431	0	415,725
Totale	653,724	736,487	1,263,033	679,321	49,505	8,671	976,027	133,436	215,978	1,423,572	351,312	340,481	433,478	415,725	

Dati in Milioni di Euro

Tabella 2 : I Moltiplicatori della SAM Italiana

	Lavoro non Qualificato	Lavoro Qualificato	Capitale	Famiglie -1	Famiglie -2	Famiglie -3	Famiglie -4	Famiglie -5	Famiglie -6	Famiglie -7	Imprese
Lavoro non Qualificato	1.30	0.30	0.22	0.26	0.28	0.28	0.29	0.29	0.31	0.33	0.19
Lavoro Qualificato	0.59	1.60	0.44	0.53	0.56	0.57	0.58	0.58	0.60	0.63	0.39
Capitale	1.08	1.08	1.78	1.03	1.08	1.07	1.06	1.06	1.08	1.11	0.67
Famiglie -1	0.12	0.08	0.06	1.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.05
Famiglie -2	0.25	0.20	0.15	0.13	1.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.15	0.12
Famiglie -3	0.35	0.31	0.21	0.18	0.19	1.20	0.20	0.20	0.20	0.21	0.17
Famiglie -4	0.39	0.37	0.25	0.22	0.23	0.23	1.23	0.23	0.24	0.25	0.21
Famiglie -5	0.37	0.37	0.25	0.22	0.23	0.23	0.23	1.23	0.24	0.25	0.22
Famiglie -6	0.53	0.56	0.37	0.31	0.33	0.33	0.34	0.34	1.35	0.36	0.31
Famiglie -7	0.79	0.93	0.70	0.56	0.58	0.59	0.59	0.59	0.61	1.62	0.59
Imprese	1.02	1.03	1.52	0.99	1.02	1.02	1.02	1.01	1.03	1.05	1.69
Agricoltura	0.08	0.08	0.06	0.08	0.09	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.05
Pesca	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Estrazione di minerali	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
Alimentari, Bevande e Tabacco	0.22	0.22	0.15	0.23	0.23	0.23	0.22	0.22	0.22	0.21	0.13
Lavorazione di Coke e prodotti petroliferi raffinati	0.16	0.16	0.11	0.15	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.10
Tessuti e prodotti tessili, cuoio e prodotti in cuoio	0.09	0.10	0.07	0.07	0.08	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10	0.06
Legno e prodotti in legno, carta e prodotti della carta, editoria e stampa	0.05	0.05	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.03
Chimica, prodotti chimici e fibre, prodotti farmaceutici, plastica, minerali non metalliferi	0.04	0.04	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.03
Impianti e macchinari	0.05	0.05	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.03
Manifattura di metalli di base e prodotti in metallo	0.05	0.05	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.03
Mezzi di trasporto	0.05	0.05	0.04	0.03	0.04	0.04	0.05	0.04	0.06	0.06	0.03

Tabella 2 : I Moltiplicatori della SAM Italiana (continua)

	Lavoro non Qualificato	Lavoro Qualificato	Capitale	Famiglie -1	Famiglie -2	Famiglie -3	Famiglie -4	Famiglie -5	Famiglie -6	Famiglie -7	Imprese
Manifattura n.a.c.	0.05	0.06	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.03
Elettricità, gas, vapore e acqua calda	0.16	0.16	0.11	0.16	0.16	0.16	0.16	0.15	0.15	0.15	0.10
Raccolta, depurazione e distribuzione di acqua, Smaltimento dei rifiuti solidi, di scarico e simili	0.05	0.05	0.04	0.05	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.03
Costruzioni	0.06	0.06	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.07	0.04
Commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di veicoli a motore,	0.48	0.49	0.35	0.42	0.45	0.46	0.46	0.46	0.48	0.54	0.30
Trasporti e magazzinaggio	0.24	0.25	0.19	0.21	0.22	0.23	0.24	0.24	0.26	0.27	0.16
Hotels e Ristoranti	0.21	0.22	0.16	0.16	0.18	0.20	0.20	0.21	0.23	0.25	0.14
Media e Comunicazione	0.19	0.19	0.14	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.12
Intermediazione Finanziaria	0.22	0.23	0.16	0.18	0.20	0.21	0.22	0.22	0.23	0.24	0.14
Servizi Immobiliari	0.41	0.41	0.28	0.45	0.45	0.43	0.42	0.40	0.40	0.38	0.24
Ricerca e Sviluppo	0.19	0.19	0.14	0.17	0.18	0.18	0.18	0.18	0.19	0.21	0.12
Servizi alle aziende	0.10	0.11	0.08	0.09	0.10	0.10	0.10	0.10	0.11	0.11	0.07
Pubblica amministrazione e difesa; previdenza sociale obbligatoria	0.29	0.29	0.20	0.28	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.17
Istruzione	0.13	0.13	0.11	0.11	0.12	0.12	0.12	0.13	0.14	0.15	0.11
Sanità e assistenza sociale	0.27	0.28	0.23	0.26	0.27	0.27	0.26	0.27	0.28	0.29	0.21
Attività ricreative, culturali e sportive	0.06	0.06	0.05	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.04
Altre attività di servizi	0.06	0.06	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.05
Lavoro domestico	0.03	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.02
Governo	0.59	0.59	0.52	0.58	0.59	0.59	0.59	0.59	0.59	0.59	0.49
Media	0.28	0.28	0.23	0.24	0.25	0.25	0.25	0.25	0.26	0.26	0.19

L'impatto delle Misure Fiscali della Legge 66

La Tabella 3 riassume le misure per gli anni (2014-2016) previste dalla legge 66, mettendo a confronto lo scenario di simulazione (politica di cambiamento o PC) e il controfattuale (denominato Business As Usual o BAU). Lo scenario PC riporta quindi la composizione della spesa determinata dalla nuova legge, mentre lo scenario BAU riporta la composizione della spesa, in assenza di nuove misure politiche. I valori presentati per ciascun settore rappresentano il saldo tra entrate e delle spese per il Governo. Inoltre in questa analisi prendiamo in considerazione anche il probabile aumento della tassa per i servizi locali (circa 1,5 miliardi di euro l'anno).

Tabella 3: Gli scenari della legge 66/2014

Settore	2014		2015		2016	
	PC Scenario	BAU Scenario	PC Scenario	BAU Scenario	PC Scenario	BAU Scenario
Riduzione Tassazione Famiglie netta	5,945	0	7694		7013	
Riduzione tassazione Imprese netta	92	0	3000		2700	
Spesa della PA	0	3,698		2806		2806
Trasferimenti al settore Agricoltura	0	379		395		395
Spese per consulenza della PA	0	18		27		27
Costruzioni	122	0	122			
Trasferimenti ai settori di trasporto locale e smaltimento e gestione dei rifiuti	0	70		100		100
Tassazione bancaria		1,994				
Incentivi alle imprese				7488		6385
TOTALE	6,159	6,159	10,816	10,816	9,713	9,713

Dati in milioni di euro

Per valutare gli effetti delle misure di politica (PC) paragonate allo scenario controfattuale (BAU), abbiamo utilizzato i vettori dettagliati di spesa di spesa storici stimati nel modello SAM-2012 come input della simulazione realizzata con due differenti ipotesi (prima hp: le famiglie³ beneficiarie spendono l'intero ammontare della riduzione fiscale, seconda hp: le famiglie spendono solo una parte della riduzione fiscale secondo il loro modello storico di spesa e risparmio), e combinandoli con il metodo Monte Carlo abbiamo ottenuto una stima dell'impatto dei moltiplicatori. I risultati ottenuti sono rappresentati da una distribuzione di probabilità degli effetti economici della differenza tra il PC e lo scenario BAU. Per essere in grado di eseguire una valutazione più completa, abbiamo anche ipotizzato un terzo scenario in cui il beneficio fiscale è esteso a famiglie a basso reddito (disoccupati e no tax area), dal prossimo anno al 2016 (la Tabella 4 riassume questo scenario).

-
- 3) Le Famiglie nel modello di simulazione sono suddivise in sette classi in relazione al reddito e ai consumi:

Classe	Spesa mensile (€)
1	<1000
2	>1001<1500
3	>1501<2000
4	>2001<2500
5	>2501<3000
6	>3001<4000
7	>4001

Tabella 4: Lo scenario esteso

Settore	2014		2015		2016	
	PC Scenario	BAU Scenario	PC Scenario	BAU Scenario	PC Scenario	BAU Scenario
Riduzione Tassazione Famiglie netta	5,945	0	10,894		10,213	
Riduzione tassazione Imprese netta	92	0	3000		2,700	
Spesa della PA	0	3,698		3,806		,2806
Trasferimenti al settore Agricoltura	0	379		395		395
Spese per consulenza della PA	0	18		27		27
Costruzioni	122	0	122			
Trasferimenti ai settori di trasporto locale e smaltimento e gestione dei rifiuti	0	70		1,100		1,100
Tassazione bancaria		1,994				
Incentivi alle imprese				8,688		8,585
TOTALE	6,159	6,159	14,016	14,016	12,913	12,913

Dati in milioni di euro

Una sintesi dei risultati è riportata nella Tabella 5. L'effetto dell'impatto netto della legge in termini di valore aggiunto medio annuo generato è di circa 10 mld di euro. Le stime per il 2014 rientrano nell'intervallo compreso tra € 3.597 e € 5.053 milioni, con un impatto positivo sul PIL tra lo 0,26% e lo 0,36%. Mentre tutti gli aggregati macroeconomici evidenziano un incremento positivo, la disaggregazione settoriale non è uniforme e l'agricoltura, le costruzioni e i servizi pubblici sembrano essere fortemente penalizzati. L'effetto sulle famiglie appare largamente positivo e in linea con l'obiettivo principale delle misure di politica economica.

Tabella 5 : La simulazione degli effetti netti

		2014	2015	2016
Valore Aggiunto	PC (spesa totale famiglie)	5,053	12,899	13,273
	PC (spesa parziale)	3,600	10,524	10,882
	Scenario alternative	3,597	13,848	14,595
Agricoltura	PC (spesa totale famiglie)	53	105	137
	PC (spesa parziale)	-24	-16	13
	Scenario alternative	-24	198	235
Industria	PC (spesa totale famiglie)	2,050	2,971	3,167
	PC (spesa parziale)	1,562	2,176	2,371
	Scenario alternative	1,561	3,191	3,361
Energia e Acqua	PC (spesa totale famiglie)	287	921	978
	PC (spesa parziale)	107	627	684
	Scenario alternative	107	1,041	1,004
Costruzioni	PC (spesa totale famiglie)	-674	-769	-825
	PC (spesa parziale)	-548	-563	-620
	Scenario alternative	-548	-1,017	-1,097
Servizi	PC (spesa totale famiglie)	6,477	9,260	9,954
	PC (spesa parziale)	4,786	6,515	7,207
	Scenario alternative	4,783	8,489	9,024
Servizi Pubblici	PC (spesa totale famiglie)	-1,199	3,010	3,266
	PC (spesa parziale)	-1,763	2,097	2,351
	Scenario alternative	-1,764	3,362	3,525
Imprese	PC (spesa totale famiglie)	4,685	-1,038	-108
	PC (spesa parziale)	3,915	-2,214	-1,317
	Scenario alternative	3,916	-1,400	-444
Governo	PC (spesa totale famiglie)	3,488	1,851	3,046
	PC (spesa parziale)	3,088	1,278	2,481
	Scenario alternative	3,094	3,634	4,832
Formazione del Capitale	PC (spesa totale famiglie)	-1,561	-2,330	-2,484
	PC (spesa parziale)	-1,173	-1,699	-1,851
	Scenario alternative	-1,172	-2,433	-2,561

Dati in milioni di euro

Figura 1: L'impatto netto della politica nei tre scenari

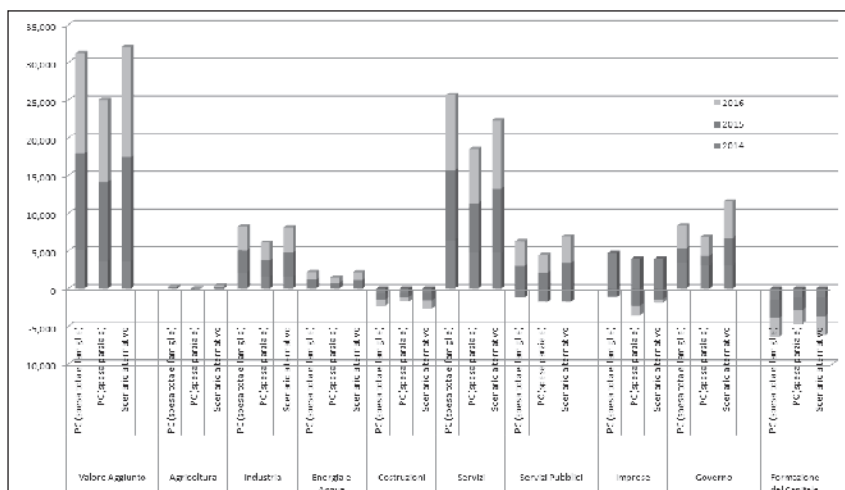
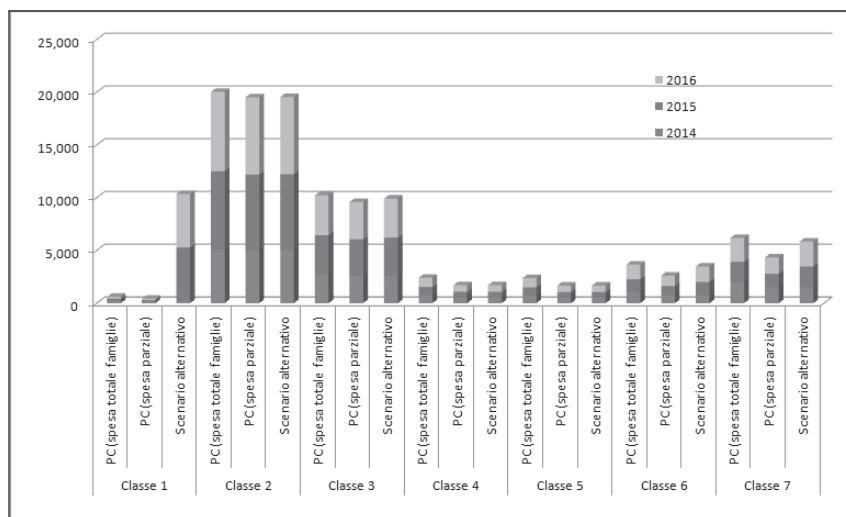


Tabella 6: L'effetto sulla crescita del PIL

	2014	2015	2016
PC (spesa totale famiglie)	0.36%	0.92%	0.94%
PC (spesa parziale)	0.26%	0.75%	0.77%
Scenario alternativo	0.26%	0.99%	1.03%

Gli effetti sulle famiglie mostrano un impatto positivo non solo per i diretti beneficiari della politica, ma anche per le altre classi di famiglie. Nel terzo scenario la crescita totale è superiore ai primi due con una significativa diminuzione del livello di disuguaglianza nella distribuzione del reddito per l'Italia.

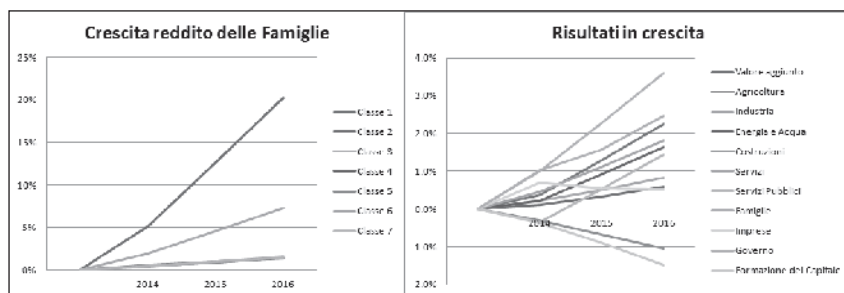
Tabella 8: Gli effetti delle misure di politica sulle famiglie



Gli effetti sulla crescita e la distribuzione del reddito

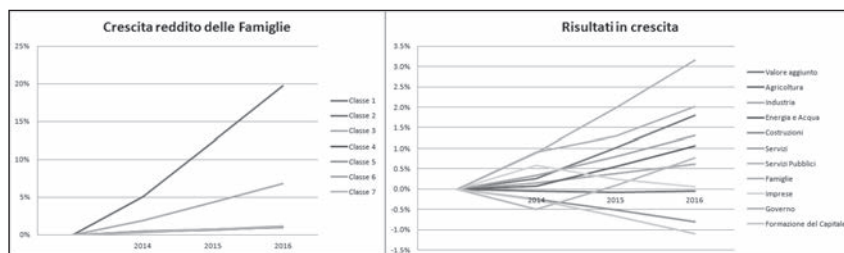
Nello scenario di adozione della politica in cui le famiglie spendono tutto il beneficio il loro livello di reddito disponibile aumenta. Il reddito per i principali beneficiari della riduzione d'imposta (famiglie con redditi tra 15.000 e 23.000 euro) cresce in media del 20% nel triennio, mentre per la seconda classe di beneficiari (reddito tra 23.000 e 25.000) il reddito cresce solo del 7%. Al termine dei tre anni, il PIL cumulado generato potrebbe essere fino ad un massimo del 2,2%.

Figura 2: Effetti in termini di tassi di crescita nello scenario di spesa totale



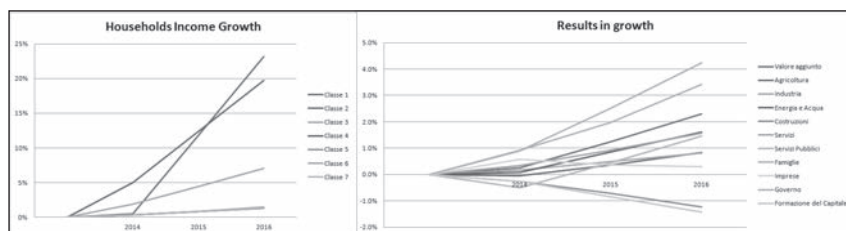
Queste percentuali sono leggermente diverse se le famiglie spendono solo la quota storica del reddito disponibile liberato dalla riduzione fiscale, ma tendono a cadere più che proporzionalmente con la riduzione della quota del reddito speso.

Figura 3: Effetti in termini di tassi di crescita nello scenario di spesa parziale



Nello scenario in cui tutte le famiglie a basso reddito ricevono l'esenzione dalle tasse o un trasferimento diretto il livello di reddito disponibile cresce per oltre il 22% in due anni, mentre il reddito totale delle famiglie cresce oltre il 4% e il PIL circa il 2,3%.

Figura 4: Effetti in termini di tassi di crescita nello scenario alternativo



Conclusioni

In questo lavoro abbiamo presentato una valutazione di alcuni recenti provvedimenti fiscali del Governo Italiano, utilizzando un modello economico basato su una matrice di contabilità sociale (SAM). La SAM è stata stimata per l'Italia, usando una procedura innovativa che combina la stima di massima entropia con una tecnica bootstrap basata sulla simulazione Monte Carlo. La procedura di stima utilizzata (Scandizzo et al, 2010) incorpora una grande base di informazioni statistiche, e consiste nella costruzione probabilistica di una serie di SAM e di una distribuzione di probabilità per ciascun coefficiente, a partire da un insieme di dati che comprende serie storiche dei conti nazionali, e delle indagini sui bilanci familiari. La matrice è stata applicata alla valutazione di una serie di interventi di politica economica da parte del governo italiano. Le stime ottenute della SAM italiana rappresentano una economia con una fitta rete di collegamenti a monte e a valle, con una base industriale ben collegata, ma piuttosto compartimentalizzata, con una forte prevalenza dei backward rispetto ai forward linkages, ma comunque con un buon potenziale di sfruttamento dei legami inter-industriali e dei moltiplicatori di reddito in una politica di bilancio proattiva, del genere consigliato dagli economisti keynesiani e post-keynesiani. Le stime mostrano anche alcuni squilibri nella distribuzione del reddito e nella struttura di interdipendenze. Tra questi, vale la pena evidenziare il basso livello di inclusione delle famiglie più povere e l'elevata vulnerabilità di occupazione, di attività di business e delle finanze pubbliche rispetto alle flessioni dell'economia. Questa vulnerabilità è paradossale in quanto sembra essere la conseguenza di un elevato grado di forward linkages da parte di

fattori e istituzioni, che li rendono più dipendenti dalle prestazioni di tutti gli altri settori e, in ultima analisi, esposti alla recessione come forma di rischio sistemico.

La valutazione delle misure fiscali esaminate è interessante di per sé, sia perché è un tipo di intervento che incarna le caratteristiche di distribuzione del reddito e di stimolo della domanda, sia perché esso potrebbe essere rinnovato e ampliato nel futuro, se si dimostra di successo. La ricca struttura informativa del nostro modello ci permette di simulare in dettaglio la distribuzione di due scenari di politica, per dimostrare che, più che in un tipico modello keynesiano aggregato, nel sistema di equilibrio altamente interdipendente dell'economia italiana, il trasferimento mirato di reddito attraverso una diminuzione delle tasse potrebbe apportare un effetto espansivo significativo, anche nell'ambito di una politica di bilancio rigorosamente equilibrata. Questo effetto è dovuto all'aumento dei moltiplicatori determinati dalla variazione delle aliquote fiscali, dallo shock positivo causato dalla riduzione assoluta delle imposte e dai cambiamenti endogeni di spesa dei consumatori, che sono più strettamente connessi ad una sorta di ipotesi di reddito permanente. Questi cambiamenti, a loro volta sono funzione dei cambiamenti nei parametri della matrice e della elasticità della spesa incorporato nelle stime delle propensioni marginale al consumo.

Riferimenti bibliografici

- Augustinovics M. (1970), "Methods of international and intertemporal comparison of structure". In: *Carter A-P., Bródy A. (eds) Contributions to input-output analysis*. North-Holland, Amsterdam, pp 249–269.
- Bajo-Rubio O., Díaz-Roldán C., Esteve V., (2014), "Deficit sustainability, and monetary versus fiscal dominance: The case of Spain, 1850–2000", *Journal of Policy Modeling* 36(5), 767-956
- Chenery B., Watanabe T. (1958) "International comparisons of the structure of production". *Econometrica* 26:487–521.
- Hirschman, A. (1958), "The strategy of economic development". Yale University Press, New Haven.
- Lenzen M. (2003), "Environmentally important paths, linkages and

- key sectors in the Australian economy*", Struct Chang Econ Dyn 14:1–34.
- Leontief W. (1986), *"Input-Output Economics"*. 2nd ed., New York: Oxford University Press.
- Meade, J.E. and Stone, R. (1941), *"The construction of tables of national income, expenditure, savings and investment"*, The Economic Journal, vol. LI, nos. 202-3, 1941, pp. 216-31.
- McDougall R., (1999), *"Entropy Theory and RAS are Friends"*, GTAP working Papers 300, Center for Global Trade Analysis, Department of Agricultural Economics, Purdue University.
- Nørregaard Rasmussen P., (1956), *"Studies in inter-sectoral relations"*. Einar Harks, Copenhagen.
- Norton, R. and Scandizzo, P.L., Zimmerman, L. (1986) *"Portugal's entry into the EEC: Aggregate and distributional effects determined by means of a general equilibrium model"*, Journal of Policy Modeling, vol. 8 (2): 149-180.
- Pyatt, G. and Thorbecke, E., (1976), *"Planning Techniques for a Better Future"*, International Labour Office.
- Pyatt, G., (1988), *"A SAM Approach to Modeling"*, Journal of Policy Modeling, 10(3):327-352
- Scandizzo, P.L. (1992), *"Trade liberalization and agricultural prices"*, Journal of Policy Modeling, vol. 14, no. 5, pp. 561-582.
- Scandizzo, P.L., Ferrarese, C., & Vezzani, A. (2010), *"La matrice di contabilità sociale"* Il Risparmio Review, 58(3), 19-62.
- Stone, R. (1947), *"Definition and measurement of national income and related totals"*, Appendix to Measurement of National Income and Construction of Social Accounts, UN, Geneva, 1947.
- Thorbecke E., (2001), *"The Social Accounting Matrix: Deterministic or Stochastic Concept?"*, Cornell University Paper.

**LA CARTOLARIZZAZIONE DEI MUTUI BANCARI:
UNA STIMA DEI POSSIBILI EFFETTI
PER LE BANCHE ITALIANE**

*BANK LOAN SECURITIZATION: AN ASSESSMENT OF THE POSSIBLE
EFFECTS FOR ITALIAN BANKS*

Roberto Malavasi

*Dipartimento di Scienze Economiche ed Aziendali
Università degli Studi di Cagliari*

*Department of Economics and Business Administration
University of Cagliari*

malavasi@unica.it

Mauro Aliano

*Dipartimento di Scienze Economiche ed Aziendali
Università degli Studi di Cagliari*

*Department of Economics and Business Administration
University of Cagliari*

mauro.aliano@unica.it

A livello internazionale molte sono le voci che pongono in discussione il modello di banca universale. Non a caso negli Stati Uniti una decisione in tal senso già è stata adottata per porre il divieto alle banche retail di svolgere attività di trading definite rischiose. In Europa e in Italia una decisione al riguardo non è stata presa. Non poche appaiono infatti le argomentazioni sulla inutilità di una recinzione di parti dell'intermediazione creditizia e sulla opportunità, viceversa, di pervenire ad un nuovo modello di intermediazione capace di superare le inconciliabilità di fondo che al momento si evidenziano. Appare cioè insostenibile che la stessa banca oggi possa richiedere ed ottenere l'intervento pubblico per tamponare situazioni di dissesto, in quanto sottoposta a regole speciali, ed allo stesso tempo possa essere capace di massimizzare la produttività dei fattori produttivi impiegati, quale impresa privata di mercato.

Per sbloccare questa condizione di stallo si propone la separazione della gestione del passivo monetario dai depositi non monetari. Lo strumento indicato per dare vita a questo nuovo modello di intermediazione è quello dello stabile ricorso alla cartolarizzazione dei prestiti destinati al finanziamento degli investimenti in capitale fisso.

Il presente lavoro si propone di dare una risposta quantitativa circa gli effetti che potrebbero derivare a banche e imprese italiane da una cartolarizzazione di quote di mutui in bonis oggi presenti nei portafogli degli intermediari.

PAROLE CHIAVE: CARTOLARIZZAZIONE MUTUI • EFFETTI DI PATRIMONIALIZZAZIONE E DI LIQUIDITÀ • MODELLO DI INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA

On an international scale, many concerns arise in regards to the universal bank model. It's no chance occurrence that in the US retail banks have been forbidden to manage risky trading activities. In the EU and in Italy, as well, such a decision has not been taken yet. In fact, restricting intermediation activity itself, and redesigning a new model of credit intermediation to overcome present incompatibilities, is seen as useless. Hence, it is inconceivable that the same bank could ask today for state aid in case of instability, and at the same time being able to maximize the productivity of the utilized factors (as a private firm).

In order to unlock this standstill situation, splitting monetary liabilities

management from non-monetary deposits management could be a possible solution. To do so, securitization of loans related to investments in the fixed assets of firms is recommended.

This paper gives a quantitative answer about the effects that Italian banks and firms could benefit from the securitization of shares of loans portfolios that are still in the assets of banks.

KEYWORDS: BANK LOAN SECURITIZATION • EFFECTS ON CAPITALIZATION AND LIQUIDITY • MODEL OF CREDIT INTERMEDIATION

Il contesto istituzionale

La recente crisi finanziaria internazionale ed i conseguenti interventi governativi a sostegno del sistema bancario hanno riaperto il dibattito circa l'appropriatezza del modello di banca universale. A livello istituzionale, mentre in Europa continentale la partita è ancora aperta, negli Stati Uniti, grazie al Dodd-Frank Act, è stata introdotta una normativa con la quale si fa divieto ad alcune banche (quelle retail) di svolgere attività di trading definite rischiose, determinando, di fatto, una separazione tra diverse attività della banca (in questo caso, retail e trade). Analoghe proposte sono state sottoposte all'attenzione della Commissione Europea sulla base del rapporto Liikanen, senza riscontri normativi al momento.

Si registra, quindi, a livello istituzionale, una progressiva tendenza a separare, normativamente, le attività che attualmente ancora possono essere svolte da un unico intermediario finanziario attraverso il modello di banca universale. Recentemente, questa impostazione è stata definita da Mottura (2014) come "claustrofobica" e sostanzialmente incongruente con il principio della banca come impresa privata di mercato. Viene, infatti, definita "equivoca e ambigua l'idea di una attività bancaria protetta che sottoposta a regole speciali, che fruisce di sussidi di pubblica garanzia, e che, allo stesso tempo, condivide la logica di mercato", ponendosi, come ovvio, l'obiettivo di un legittimo profitto. Appare cioè indubbio come l'accrescimento della prudenza regolamentare possa sì operare nel senso di una riduzione del rischio di instabilità, ma allo stesso tempo sia certamente in grado di ridurre la produttività potenziale dei fattori produttivi, rendendo struttural-

mente insostenibili gli equilibri economico-finanziari dell'azienda bancaria.

Non a caso, si osserva che “la relazione circolare fra modello tradizionale della banca, economia reale e modello regolamentare corrisponde attualmente ad una condizione di insostenibilità”, per sbloccare la quale appare come necessaria la separazione della gestione del passivo monetario dai depositi non monetari. Depositi questi ultimi che non necessariamente devono essere rischiosi, in quanto sprovvisti di garanzia o esposti al rischio di *bail-in*. Sistemi privati, più o meno robusti, di garanzia di questi depositi potrebbero infatti permettere una loro copertura dal rischio liberamente assunto e gestito dalla banca nei propri processi di intermediazione e di correlazione attivo-passivo. Diverrebbe così possibile perseguire l'obiettivo di migliorare il rendimento tecnico e la produttività economica dei fattori impiegati, realizzando, nell'attuale situazione di razionamento del credito, condizioni tali da permettere alla banca di produrre più credito con maggiore efficienza. Lo strumento indicato per dare vita a questo nuovo modello di intermediazione è quello di uno stabile ricorso alla cartolarizzazione dei prestiti destinati al finanziamento degli investimenti in capitale fisso, il cosiddetto medio - lungo termine.

La fonte delle risorse per il finanziamento dell'intermediazione creditizia sarebbe a questo punto il mercato mobiliare, “o più esattamente” la domanda di strumenti di investimento da parte di investitori istituzionali, qui supposti robusti e diversificati e anche di investitori privati”. In questo modo verrebbe superato sia il problema del *funding* che quello della capitalizzazione della banca di deposito, riproducendo – con maggiore efficienza e flessibilità – le funzioni classiche di trasformazione dei rischi e delle scadenze che verrebbero ora de-localizzate nel mercato.

Il caso italiano

A livello italiano, le necessità organizzative/istituzionali precedentemente introdotte, devono tener conto della peculiarità che contraddistingue il mercato del credito, qualificato da sempre da una forte prevalenza dell'intermediazione creditizia rispetto al ricorso delle imprese ai canali di finanziamento diretto. Non a caso, questa importan-

te *bancocentricità* ha dato luogo a quella condizione strutturale che caratterizza il passivo delle imprese, rappresentata dai bassi livelli di capitalizzazione cui fa da corollario l'eccessivo indebitamento bancario, concentrato, peraltro su scadenze piuttosto brevi. Il fabbisogno di capitale necessario a riportare il rapporto capitale/debiti alla media europea viene appunto stimato tra 150 e 200 miliardi di euro (Panetta 2014). Per affrontare questo così rilevante problema di sottocapitalizzazione, Forestieri (2014) propone l'intensificazione degli sforzi volti ad assicurare un adeguato spessore alle attività di *private equity* e di *venture capital*, al fine di preparare le società a raggiungere gli standard di mercato per la quotazione in borsa. Allo stesso tempo, una maggiore specializzazione degli investitori istituzionali nel settore del cosiddetto Mid-cup e un potenziamento dei fondi azionari con specializzazione Italia, aprirebbero la strada ad una maggiore limitazione del rischio per gli investitori, ulteriormente estendendo la funzionalità del mercato, anche attraverso la creazione di "fondi di fondi".

Per contrastare le crescenti difficoltà di accesso al credito delle PMI, cioè di quelle più colpite dal razionamento, viene altresì proposto uno sviluppo dei circuiti di mercato del debito a medio - lungo termine ad esse dedicati. Così come viene confermata, anche da questo Autore, la opportunità di un possibile ricorso delle banche a formule di *securitization* dei prestiti concessi, al fine di spostare verso il mercato l'onere del finanziamento del debito così erogato.

In una situazione in cui si prende atto del fatto che "il vecchio modello di finanziamento non è più sostenibile e che il ruolo delle banche sarà necessariamente riqualificato e ridimensionato nelle quantità", si indica la necessità strutturale di rifinanziare pacchetti di prestiti attraverso il collocamento sul mercato obbligazionario di titoli. E questo nell'evidente intento di permettere una redistribuzione dei rischi verso il mercato dei capitali, così da allargare la dimensione del *funding* complessivamente disponibile per gli intermediari.

Non di meno, si osserva, molti sono i punti critici relativi alla attivazione di uno stabile processo di dismissione di mutui attraverso processi di cartolarizzazione. In primo luogo il diffuso convincimento, nell'opinione pubblica e nei media, che tali processi siano alla base della crisi finanziaria, scoppiata nel 2007, e innescata proprio dalla crisi dei mutui subprime.

I dubbi riguardano soprattutto la trasparenza dei processi di cartolarizzazione, e quindi, la tipologia e la qualità dei prestiti inseriti in questi processi. Nel caso dei mutui ipotecari in bonis è opportuno sottolineare il fatto che si considerano mutui garantiti da immobili che sono contrattualmente regolari, per i quali, peraltro, si ipotizza una previsione puntuale di percentuali di *risk retention*, tali da incentivare la stessa banca all'adozione di virtuosi processi di valutazione del rischio.

Un aspetto non secondario è poi rappresentato dalla condizione di liquidità assicurata agli stessi strumenti. Al fine di renderli appetibili e facilmente mobilizzabili, l'emissione degli ABS dovrebbe infatti rispettare criteri di standardizzazione atti alla loro circolazione sul mercato secondario. A questo riguardo Zadra (2014) suggerisce l'istituzione di un'agenzia di rating che consenta la certificazione, da parte di un soggetto terzo, del rischio insito in tali ABS. La certificazione renderebbe il processo più trasparente facilitando appunto lo sviluppo di un mercato secondario di tali strumenti. Tra i compiti dell'agenzia vi potrebbe essere, inoltre, l'incarico di definire le complessive caratterizzazioni dei mutui da inserire nelle operazioni di cartolarizzazione, in modo da rendere gli ABS più standardizzati e, quindi, a parità di condizioni, facilmente scambiabili. Al fine di rendere il mercato secondario più liquido, rendendo così più appetibile lo stesso mercato primario, lo stesso Autore propone l'utilizzo di processi di ri-cartolarizzazione, o di cartolarizzazione di secondo livello, finalizzati ad incrementare lo spessore del mercato secondario. L'agenzia di rating sopraindicata potrebbe avere una matrice nazionale, anche se si raccomanda una sua caratterizzazione sovranazionale, in modo da promuovere l'aggregazione e l'omogeneizzazione degli ABS.

A questo punto, rimarrebbe da capire, quale destinazione dare alle risorse così entrate nelle disponibilità bancarie. Certamente, almeno in parte, potrebbero sostenere l'intensificazione dei processi di intermediazione creditizia, oggi fortemente colpiti dal fenomeno del *credit crunch*, ma la loro utilizzazione potrebbe anche andare a quell'irrobustimento patrimoniale delle imprese così tanto necessario, innescando processi virtuosi di autopotenziamento tra capacità delle imprese da un lato e rischio creditizio delle stesse dall'altro. La via tecnica da seguire, potrebbe essere quella di destinare una parte di tali risorse

all'inspessimento patrimoniale delle società di gestione specializzate in fondi chiusi.

I soggetti che operano nell'ambito del risparmio gestito potrebbero così investire, grazie all'intervento delle banche, nuove risorse nel capitale delle imprese italiane, oggi penalizzate rispetto ai competitors europei dal minore ricorso ai mercati di borsa, anche a motivo delle loro ridotte dimensioni. Considerato che tali titoli partecipativi in aziende non quotate sono del tutto assimilabili ad investimenti in strumenti illiquidi, è evidente che solo gestioni altamente specializzate potrebbe risultare efficaci allo scopo. Ecco che allora le risorse che le banche liberano, in termini di capitale regolamentare, dai processi di dismissione dei mutui, potrebbero alimentare il circuito dell'industria dell'Asset Management, la quale a sua volta potrebbe investire nel capitale delle imprese italiane, ovvero in investimenti tipicamente illiquidi.

Un rapporto di Assogestioni del Giugno 2013 stima la possibilità di investire in strumenti illiquidi intorno ad un valore compreso tra 5,5 ed 11,5 mld di euro. Certamente insufficienti, rispetto ai 150-200 mld necessari per riportare il *leverage* delle imprese italiane a livello di quello medio delle imprese europee, ma allo stesso tempo in grado di stimolare la propensione degli investitori istituzionali ad accedere a tale mercato, irrobustendolo in modo strutturale. Considerato che l'ammontare appena sopra citato indica il limite oggi imposto dalle esigenze di carattere regolamentare che vincolano, rispetto al totale delle attività, la quantità massima di strumenti illiquidi detenibili da parte degli intermediari specializzati (soprattutto OICR aperti), mentre invece l'eccezione a tale regola, ovvero l'assenza di limiti, riguarda l'investimento in strumenti illiquidi di fondi chiusi e di fondi speculativi, appare abbastanza accettabile che l'ammontare sopraindicato risulti notevolmente sottostimato.

Il campione di banche utilizzato

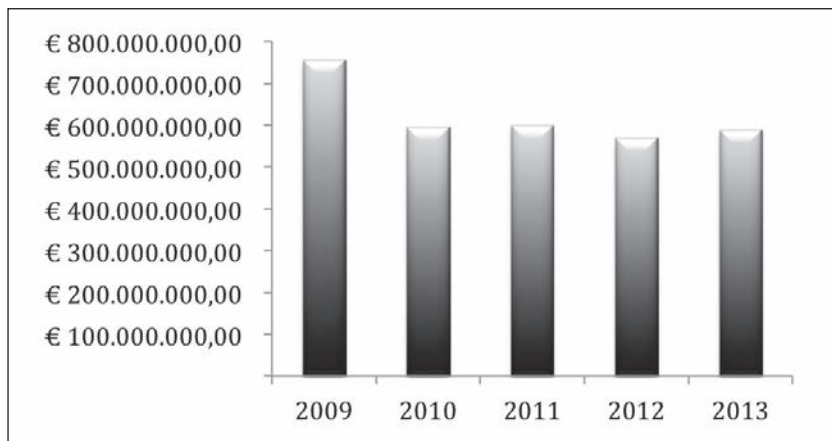
Le elaborazioni contenute in questa sezione sono state condotte sulla banca dati dell'Associazione Bancaria Italiana: ABI Banking Data e si riferiscono, esclusivamente, alle banche residenti in Italia.

Il campione di banche inizialmente estratto è composto da 51 bilanci

consolidati di gruppi bancari italiani, sui quali sono stati rilevati dati a cadenza annuale per il periodo 2007-2013. La somma degli attivi delle banche considerate supera i 2.000 miliardi di euro eguagliando, in termini di valore assoluto e come termine di grandezza, il debito pubblico italiano. Tra le variabili cruciali per lo sviluppo dell'analisi qui presentata, vi è l'ammontare dei mutui ipotecari in bonis.

Nel tempo l'ammontare dei mutui garantiti da immobili in bonis è diminuito a causa sia del *credit crunch*, sia dell'importanza dei flussi che migrano da prestiti in bonis a prestiti deteriorati. Nel database utilizzato non è stato possibile ottenere valori antecedenti al 2009, tuttavia risulta evidente la riduzione dello stock di mutui in bonis intercorsa tra il 2009 e il 2010. Dopo una leggera ripresa registrata nel 2011, il valore pare essersi stabilizzato nel tempo.

Figura 1 Ammontare di mutui ipotecari in bonis. All sample.

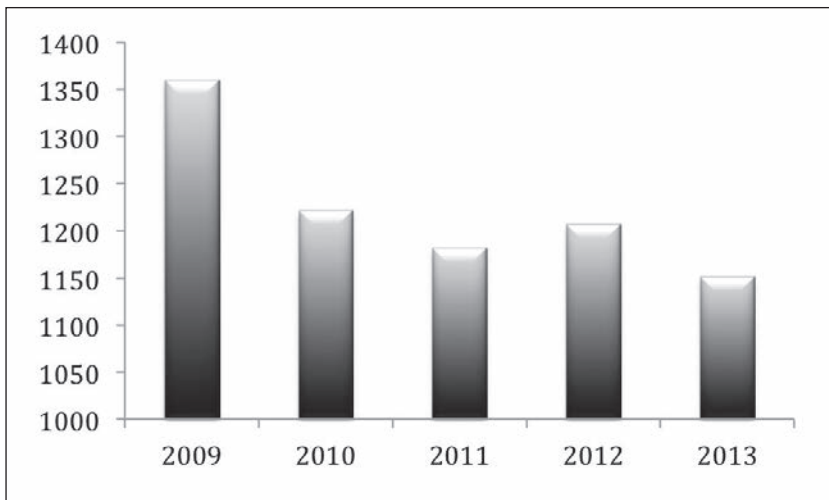


L'andamento dell'indice di concentrazione¹, riportato nel grafico sottostante, mostra una progressiva tendenza ad una maggiore redistri-

1) L'indice impiegato è stato quello di Herfindahl-Hirschman, costruito in modo tale da avere un range di valori compreso tra 0 (concentrazione nulla) e 10000 (concentrazione massima).

buzione (minore concentrazione) dei mutui in essere. La riduzione nella concentrazione registrata nel biennio 2009-2010, unita con la riduzione dell'ammontare dei mutui in bonis presentata nel grafico precedente, suggerisce che la riduzione dei mutui in bonis ha colpito, soprattutto, le banche di grossa dimensione che detenevano rispetto alle altre banche un ammontare di prestiti più rilevante. In termini di valore dell'indice di HH, il mercato dei mutui ipotecari, per i mutui in bonis e considerando il campione di banche analizzato, appare non molto concentrato con tendenze verso una progressiva ripartizione delle quote dei mutui erogati.

Figura 2 Indice di concentrazione dei mutui ipotecari in bonis.



Cessione dei mutui in bonis

Circa un quarto degli attivi delle banche utilizzate è costituito, al 2013, da mutui in bonis verso la clientela. È opportuno sottolineare che si tratta di asset di qualità elevata da non assimilare a quegli tossici ed ai relativi tentativi di strutturazione di piani finalizzati alla costruzione di una *bad bank*. L'ipotesi di lavoro si basa sull'idea di dismissione, in funzione di diverse percentuali, di parte di questi mutui. Dismissione che potrebbe essere realizzata attraverso operazioni

di cartolarizzazione pro soluto che consentirebbero all'intermediario di liberare risorse e di migliorare i relativi coefficienti patrimoniali. In questo modo, infatti, verrebbero ridotte sia le complessive attività ponderate per il relativo rischio sia si otterrebbero risorse aggiuntive disponibili per l'investimento. Come si può osservare l'operazione non solo consente di generare liquidità negli intermediari, che in questo momento di certo non manca, ma anche permette di migliorare i coefficienti patrimoniali richiesti dai diversi accordi di Basilea. Nondimeno, deve osservarsi che un'operazione di questo tipo potrebbe determinare una condizione nella quale i detentori del passivo delle banche, primi tra tutti i depositanti, potrebbero far conto su minori risorse per soddisfare le eventuali esigenze di rimborso, in quanto parte dell'attivo verrebbe a mancare (*asset encumbrance*). Da cui ovviamente un incremento del rischio relativo alla forma di deposito a parità di assicurazione sui depositi.

Al fine di rendere l'operazione più trasparente e appetibile al mercato, nelle analisi quantitative che seguono, si propone di partire dall'ipotesi che una parte residuale del portafoglio mutui cartolarizzato rimanga di proprietà dell'intermediario cedente (*risk retention*). Si ricordi come, per quanto riguarda la realtà bancaria Europea, il Parlamento abbia già indicato non solo la percentuale di *risk retention*², nel 5%, ma ne abbia anche specificato le opzioni possibili: i) 5% del valore del nominale di ogni tranche emessa (*vertical slice*) ii) un porzione di emissione scelta in modo random, ma comunque non inferiore al 5% del valore nominale iii) la prima tranche in perdita, ed eventualmente anche le successive, per un ammontare non inferiore al 5% del valore nominale.

In particolare, nelle simulazioni realizzate si considera l'effetto in termini di tier 1 ratio delle banche selezionate, in funzione: i) della percentuale di portafoglio ceduta ii) della percentuale di ponderazione dei mutui all'interno dell'attivo ponderato.

Dato il tier 1 ratio:

$$Tier\ 1\ ratio = \frac{\text{patrimonio di vigilanza}}{\text{Attivo ponderato per il rischio}}$$

2) Le autorità statunitensi attraverso il Credit Risk Retention Act impongono la percentuale di retention al 5%.

Si procede al calcolo della simulazione del Tier 1 ratio:

$$\widehat{Tier\ 1\ ratio}_{a,\gamma} = \frac{\text{patrimonio di vigilanza}}{\text{Attivo ponderato per il rischio} - \text{mutui} * \partial * \gamma}$$

Dove:

∂ = Percentuale di ponderazione dei mutui nell'attivo ponderato per il rischio

γ = Percentuale di dismissione del portafoglio mutui

La variazione di entrambi i parametri sono definiti restituisce una simulazione di $\widehat{Tier\ 1\ ratio}_{a,\gamma}$.

La differenza tra $\widehat{Tier\ 1\ ratio}_{a,\gamma}$ e $Tier\ 1\ ratio$ rappresenta il miglioramento, in termini di Tier 1 ratio dovuto alla dismissione del portafoglio mutui pari, ipotizzando una percentuale di ponderazione pari a ∂ .

Risultati

Di seguito sono riportati, graficamente, i risultati frutto delle elaborazioni ottenute sulle diverse ipotesi di lavoro praticate. Come si può osservare l'ammontare dei mutui ceduti libera non solo importanti risorse in termini di nuova liquidità, ma anche risorse non trascurabili di capitale regolamentare.

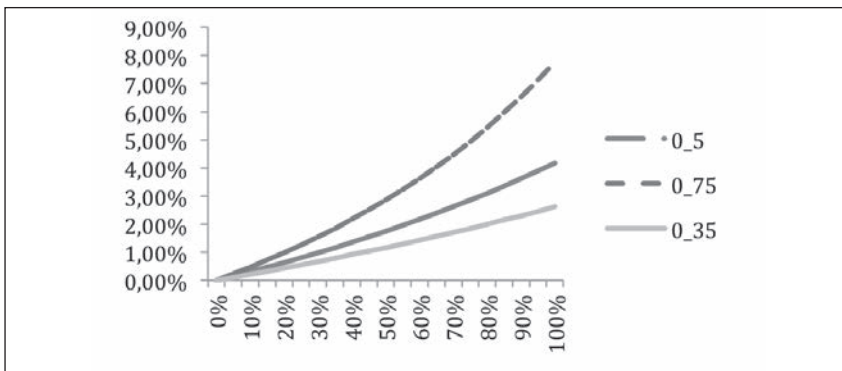
In prima battuta, il miglioramento del tier 1 ratio, a seguito delle ipotesi di dismissione di sotto riportate, è stato quantificato sui singoli gruppi bancari attraverso le formule definite e descritte nella sezione precedente. Il passaggio dal livello microeconomico (miglioramento del ratio per i singoli gruppi bancari, dimensione individuale) a quello macroeconomico (miglioramento complessivo, dimensione sistemica) è avvenuto attribuendo a ciascun tier 1 ratio un peso pari alla percentuale di attivo ponderato per il rischio che il gruppo bancario presenta rispetto al peer group. Il miglioramento sistemico fornisce, in questo modo, una visione sintetica dell'impatto delle dismissioni di mutui ipotecari a livello complessivo.

Nel grafico seguente l'asse delle ordinate è rappresentato dal miglioramento del coefficiente Tier 1, a livello sistemico, in funzione dell'ipotesi percentuale di dismissione adottata per i mutui in bonis che viene invece rilevata sulla asse delle ascisse. La presenza di più spezzate

è dovuta all'ipotesi di ponderazione dei mutui in bonis nel RWA (Risk Weighted Asset); la linea 0_75 ipotizza una ponderazione nell'attivo del 75%, mentre 0_5 e 0_35 sottintendono rispettivamente per percentuali del 50% e del 35%.

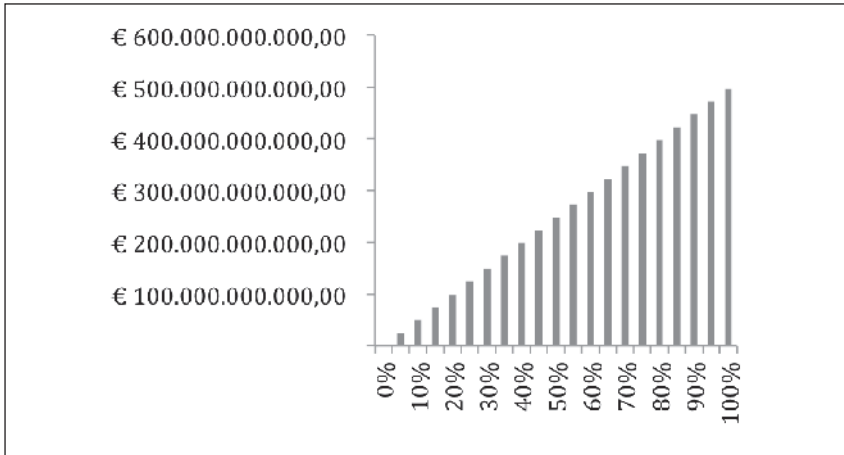
Si può osservare che il miglioramento in termini di Tier 1 sistemico è più che proporzionale rispetto alla percentuale di dismissione: questa caratteristica è catturata dalla concavità rivolta verso l'alto della funzione stimata. Intuitivamente, a percentuali maggiori di ponderazione nell'attivo corrispondono miglioramenti più elevati. Di più, la concavità dell'andamento esalta la maggiore ponderazione nell'attivo come risulta evidente dal grafico.

Figura 3 Impatto sul tier 1 ratio. Gruppi Bancari.



A fronte dell'ipotesi di dismissione corrisponde uno stock di mutui da immettere in circolazione e che dovrebbe essere acquistato, proprio attraverso i processi di cartolarizzazione, da altri intermediari e non. Nel grafico seguente sull'asse delle ordinate è riportato l'ammontare di mutui da cartolarizzare, mentre sull'asse delle ascisse, come per il grafico precedente, è riportata l'ipotesi di dismissione dei mutui. Il raffronto incrociato dei due grafici, entrambi caratterizzati dallo stesso asse delle X, suggerisce, date le diverse ipotesi di percentuali di dismissione, l'ammontare di mutui che dovrebbero essere ceduti per avere un dato beneficio in termini di miglioramento di Tier 1 sistemico (Figura 3).

Figura 4 Ammontare mutui ipotecari da dismettere. Gruppi Bancari.



Ad evidenza, questa quantità può essere utilizzata sia come indicazione relativa all'ammontare di patrimonio che si rende così disponibile, e, quindi rappresentativo del miglioramento realizzato in termini di coefficiente di patrimonializzazione, sia come proiezione del possibile accrescimento dei volumi di attivi, sviluppabili in funzione dei rispettivi coefficienti di ponderazione del rischio. Nei grafici successivi si riportano, rispettivamente, l'ammontare di patrimonio di base liberato e l'Attivo ponderato per il rischio che si può impiegare. Le due elaborazioni, sintetizzate nei due grafici, non sono da considerare congiuntamente, ma come una l'alternativa dell'altra, nel senso che la dismissione di una certa percentuale di mutui ipotecari può portare benefici futuri all'intermediario o in termini di patrimonio di base o in termini di attivo ponderato per il rischio.

Figura 5 Ammontare di patrimonio di base liberato. Gruppi bancari.

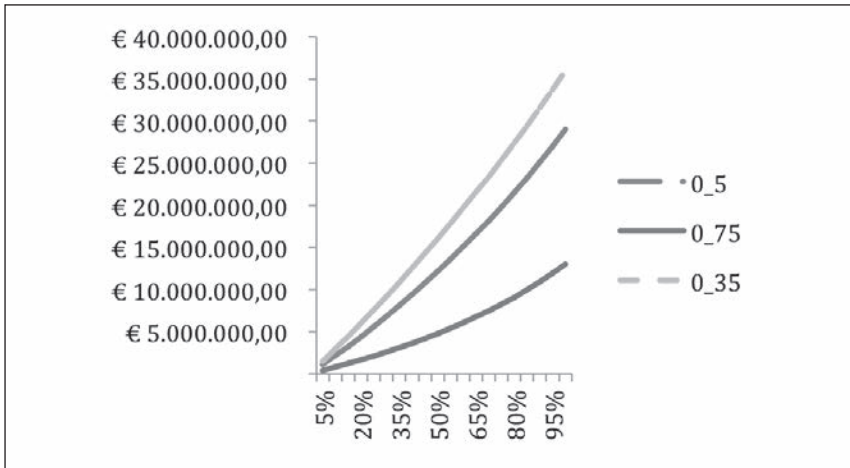
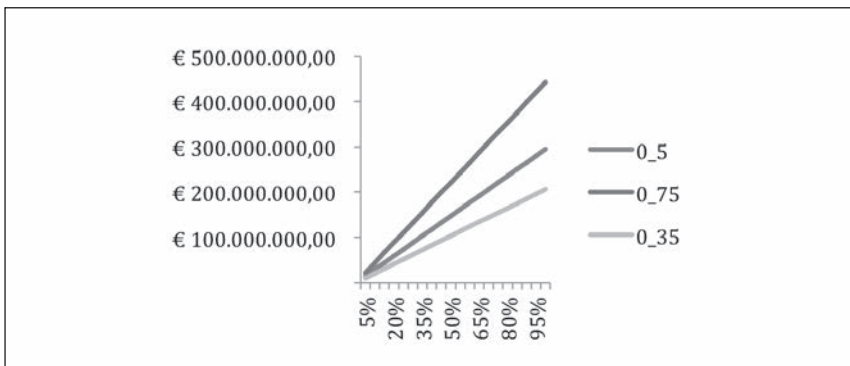


Figura 6 Ammontare di Attivo ponderato per il rischio liberato. Gruppi bancari.



A titolo meramente esemplificativo, a fronte di un'ipotesi di dismissione di mutui ipotecari del 50% si libera tra i 3 e i 15 mld di euro di patrimonio di base (Figura 5) o, in alternativa, attivo ponderato per il rischio (Figura 6) tra i 100 e i 250 mld di euro (a seconda dell'ipotesi di ponderazione dei mutui).

Conclusioni

Considerata la condivisione delle argomentazioni sviluppate dal Motura sull'evidenza che la "soluzione della cartolarizzazione dei prestiti non deve impoverire il valore prodotto dal modello tradizionale della intermediazione bancaria, anzi occorre che questo - sviluppando competenze distintive - produca maggior valore per l'impresa." E, quindi, che appaiono particolarmente adatti ad essere ceduti per la successiva cartolarizzazione i crediti concessi dalle banche per sostenere, da un lato il finanziamento degli investimenti in capitale fisso delle imprese e, dall'altro, il credito di scopo ottenuto dalle famiglie, si è realizzata una stima dei possibili effetti che l'attivazione di questo processo potrebbe realizzare sia in termini di miglioramento delle condizioni di gestione delle imprese bancarie italiane, per livelli di patrimonializzazione e di liquidità, sia di modifica strutturale delle fonti di approvvigionamento di capitale delle imprese, così da contribuire al superamento delle condizioni di vulnerabilità finanziaria che da sempre le contraddistinguono.

Per quanto riguarda le imprese bancarie, una dismissione di mutui in bonis consente, infatti, per un verso di liberare capitale regolamentare, in quanto permette di ridurre l'attivo ponderato per il rischio, quindi, per altro verso di accrescere la disponibilità di capitale detenuto, al fine di soddisfare i ratios prescritti dall'attuale normativa, a fini regolamentari. Allo stesso tempo, l'ipotesi di dismissione di mutui, al pari di ogni altra operazione di dismissione dell'attivo fruttifero, genera un incasso monetario che si ripercuote in modo rilevante sulla liquidità dell'intermediario.

Dai risultati ottenuti per il campione di banche utilizzato si stima come a fronte di una dismissione di mutui ipotecari pari al 30% delle complessive posizioni in essere corrisponda:

- un ammontare di mutui cartolarizzati pari a circa 150 miliardi di euro (*effetto liquidità sistemico*);
- un incremento medio del tier 1 ratio sistemico tra il 0,7 e l'1,55% (*effetto sul capitale regolamentare sistemico*);
- una liberazione di attivo ponderato per il rischio tra i 60 ed i 130 miliardi di euro (*effetto sul capitale investito delle imprese non bancarie*).

Le imprese non bancarie, invece, attraverso una partecipazione degli

intermediari bancari nell'industria italiana dell'Asset Management, potrebbero beneficiare della partecipazione di quest'ultima all'interno del capitale proprio, così irrobustendo le loro dotazioni patrimoniali, in modo da superare la loro particolare vulnerabilità finanziaria in rapporto alla situazione media che contraddistingue le imprese europee.

Anche in questo caso le quantità appaiono di tutta l'avenza ai fini della possibilità di colmare il gap, in termini di capitale, tra imprese italiane e imprese europee. Pure limitando la canalizzazione di queste risorse al 10% degli importi "liberati" si attiverebbe, infatti, una capacità di potenziamento immediato della dotazione di capitale di rischio delle imprese di circa 10-15 miliardi di euro, alla quale non potrebbe non seguire un benefico effetto moltiplicativo indotto da una logica di minore percezione del rischio da parte degli investitori istituzionali e dei risparmiatori. Ove poi, gli strumenti emessi a fronte dei processi di cartolarizzazione potessero essere impiegati come contropartita nelle operazioni di politica monetaria con la BCE gli effetti potrebbero intensificarsi dando luogo a circuiti virtuosi di modifica strutturale delle fonti di finanziamento aziendale.

In conclusione, le banche trasformano rischio di credito, dismesso a seguito della cessione di mutui ipotecari, in rischio di mercato (di prezzo), in quanto acquirenti di partecipazioni in OICR per finalità di investimento (fondi chiusi o speculativi). Meccanismo questo che consente così alla banche di entrare, indirettamente, nel capitale delle imprese italiane colmando la carenza, relativamente al contesto europeo, di capitale di rischio. La competenza circa la valutazione e l'appropriatezza dell'investimento diretto nel capitale di rischio delle imprese è invece delegata dalle banche a soggetti specializzati, le SGR, che gestiscono il patrimonio del fondo nel quale l'intermediario ha investito

Riferimenti bibliografici

AA.VV., *"The impaired Eu securisation market: causes, roadblock and how to deal with them"*, ECB and Bank of England

AA.VV., *"The case for a better functioning securitization market in European Union"*, ECB and Bank of England

AA. VV. “*Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets*”, Committee on the Global Financial System, BIS, CGFS Papers N. 49

AA.VV. “*L’industria del risparmio gestito e il finanziamento delle PMI*”, Position Paper, Assogestioni 2013.

Atkins R, “*Packaged laons to fill Eu Banking void*”, Financial Times 19/2/2013

Bernardi E., “*Le proposte di riforma del settore bancario. Dalla banca universale alla separazione tra retail e trading*”, Bancaria n. 7-8 (2013)

Forestieri G., “*I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Mini-bond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*”, Bancaria n. 6 (2014)

Guixia Guo , Ho-Mou Wu, (2014), “*A study on risk retention regulation in asset securitization process*”, Journal of Banking and finance, 45 (2014) 61- 71

Mottura P., “*La banca commerciale: sostenibilità del modello di intermediazione*”, Bancaria n. 2 (2014)

Panetta F, “*A financial system for Growth*,” The Adam Smith society Milano (2014)

Zadra G., “*La cartolarizzazione per finanziaria l’impresa*”, Bancaria n. 9 (2014)

LA CRISI DEL CREDITO ALLE IMPRESE IN ITALIA

THE CRISIS OF CREDIT TO THE ITALIAN FIRMS

Gianfranco Sabattini

*Professore di Economia Politica
Università degli Studi di Cagliari*

*Professor of Economy Policy
University of Cagliari*

gfsabattini@unica.it

Uno dei mali del sistema bancario italiano, messo in evidenza dalla crisi in atto, è l'esistenza di una massa di crediti "incagliati" e "deteriorati". Per uscire dal possibile immobilismo, secondo alcuni (Masera, 2014) esistono due "vie di fuga": una connessa alla creazione di nuovi strumenti di finanziamento delle banche da parte della Banca Centrale Europea; l'altra costituita dalla creazione di "famiglie di crediti deteriorati" da cedere ad operatori specializzati in cambio di quote di partecipazione e di quote di nuova cassa. Secondo altri (Piluso, 2014) esiste anche la "via" fondata sulla creazione di "Bad Bank", con la "mission" di ridurre i crediti deteriorati che limitano la capacità delle banche di offrire credito alle imprese. Quest'ultima "via", però, presenta il limite di continuare a tenere bassa la responsabilità dei banchieri. Tutte le "vie di fuga" proposte sono irte di ostacoli, mentre quella percorribile con la maggior probabilità di successo è quella fondata su una riforma efficiente della struttura dell'intera base produttiva, da un lato, e da una riorganizzazione del sistema del credito ad essa maggiormente conforme, dall'altro.

PAROLE CHIAVE: FINANZIARIZZAZIONE DELL'ECONOMIA • CREDITI "NON CONFORMATI" • CREDIT CRUNCH • STRUMENTI DERIVATI • CARTOLARIZZAZIONE.

One of the main problems in the Italian banking system, highlighted by the current crisis, is the existence of a mass of impaired loans. According to some scholars (Masera, 2014) the solution to this problem can be achieved on the basis of two approaches: a first one regarding the creation of new financing instruments for the bankers by the European Central Bank; a second the creation of a set of impaired loans and their transfer to specialized operators in exchange for shares and lines of new cash. According to other scholars (Piluso, 2014) there is also a third approach based on the creation of a "Bad Bank", whose "mission" would consist of the reduction of non-performing loans that limit the ability of banks to provide credit to businesses. However, a limit of this latter approach keeps at low levels the responsibility of the bankers. Critical aspects can be found in all the presented approaches. A possible and more sustainable solution is instead based, on the one hand, on an efficient reform of the structure of the entire production base and, on the other hand, on a reorganization of the credit system.

KEYWORDS: FINANCIALISATION OF THE ECONOMY • NON-PERFORMING LOANS
• CREDIT CRUNCH • FINANCIAL DERIVATIVES • SECURITIZATION.

1. Premessa.

I segnali della grave contrazione del credito bancario si sono manifestati in Italia in una forma, mai sperimentata in passato, in occasione dello scoppio della recente crisi che ha colpito gran parte delle economie di mercato del mondo; dopo il 2007/2008, tuttavia, si è valutato che la contrazione dipendesse non tanto da un problema di offerta, quanto piuttosto di domanda da parte delle imprese. Queste, sfiduciate, ricorrevano di meno al credito, a seguito della diminuita domanda finale causata dalla crisi; per cui si pensava che la flessione della domanda di credito sarebbe stata superata con il riproporsi della crescita. Dopo che questa ha tardato a verificarsi, o ha teso a manifestarsi attraverso deboli e instabili segnali, mentre gli indicatori del credito hanno continuato a peggiorare, ci si è chiesto cosa sia davvero accaduto in Italia, dopo che la crisi ha investito direttamente l'offerta di credito bancario al settore reale.

Nell'immediato, una risposta realistica a questo interrogativo ha ricondotto la stretta del credito al fatto che il debito pubblico abbia spiazzato il settore bancario rispetto al settore privato. Ciò perché il peggiorare della crisi ha spinto, da un lato, i mercati finanziari esteri a liberarsi dei titoli del debito pubblico nazionale e ha causato, dall'altro, un aumento dei crediti bancari in sofferenza, parte dei quali espressi da quote di "titoli tossici". A fronte del crollo della fiducia dei mercati finanziari esteri nei confronti della capacità di tenuta del sistema economico, le banche hanno dovuto acquistare titoli pubblici nazionali, sostituendosi agli investitori esteri, sia perché la consistenza dei loro prestiti in sofferenza le motivava ad utilizzare l'alto livello dello spread, per abbattere le possibili perdite originanti dalle sofferenze e dagli incagli degli impieghi; sia, inoltre, perché esse hanno utilizzato la liquidità messa a loro disposizione dalla Banca Centrale Europea, invece che indirizzarla verso il settore reale, unicamente per ricostituire le loro consistenze patrimoniali fortemente indebolite dai crediti inesigibili.

In questo modo, si è verificato un vero e proprio spiazzamento del credito bancario rispetto all'economia reale, sebbene un rapporto del-

la Banca d'Italia abbia smentito che la diminuzione dei prestiti all'economia reale fosse una conseguenza degli acquisti di titoli del debito pubblico da parte delle banche nazionali. La Banca d'Italia ha, infatti, sostenuto che la correlazione tra i due fenomeni (diminuzione del credito alle imprese e acquisto dei titoli del debito pubblico da parte delle banche) era debole e poco significativa, valutando gli acquisti dei titoli pubblici fatti nella prospettiva di un'azione bancaria volta alla *"rinazionalizzazione"* dei mercati finanziari in atto in tutti i Paesi dell'eurozona. Il rapporto, però, non ha convinto molti analisti: intanto, perché da alcune indagini sul campo è risultato che lo spiazzamento del credito a danno dell'economia reale si è realmente verificato; in secondo luogo, perché le banche dei Paesi a rischio, come l'Italia, hanno investito di più in titoli pubblici, erogando conseguentemente meno prestiti alle imprese; in terzo luogo, perché la rinazionalizzazione dei mercati finanziari non ha riguardato tutti i Paesi dell'eurozona. In realtà, in Italia, il fenomeno della rinazionalizzazione non si è verificato; il debito pubblico è stato solo in parte nazionalizzato ed è sempre risultato di un importo inferiore a quello sull'estero; mentre in Germania la quota del debito pubblico detenuta da non residenti è cresciuta e quella presente nei portafogli-titoli delle banche nazionali è rimasta stabile. Il fenomeno della rinazionalizzazione, perciò, non è stato generale, ma ha riguardato soprattutto i Paesi i cui conti pubblici sono risultati in forte disavanzo.

In sintesi, nei Paesi come l'Italia il debito pubblico ha spiazzato gli impieghi privati, mentre nei Paesi come la Germania, dove il debito pubblico è stato molto più basso, è avvenuto il contrario, nel senso che gli impieghi produttivi hanno fruito dell'afflusso di risorse finanziarie dall'estero; in Italia, quindi, la rinazionalizzazione dei mercati finanziari ha comportato che gli effetti dell'alto spread, causati dal crescente indebitamento pubblico, fossero trasferiti integralmente sul credito all'economia reale.

In questo contesto, senza un impegno sul fronte delle riforme strutturali idonee a riorientare il risparmio verso le imprese e a favorire la diminuzione del livello del debito pubblico, in mancanza di interventi non convenzionali della BCE, le continue lamentazioni per la non attuazione di politiche pubbliche in grado di favorire il finanziamento delle imprese sono destinate a ridursi a meri tentativi di esorcizzare il

rischio di un ulteriore peggioramento della situazione.

In realtà, per capire il perché della crisi del credito bancario verso il settore reale occorre considerare, innanzitutto il trend distributivo della ricchezza e del reddito nelle economie di mercato e l'evoluzione che ha caratterizzato queste stesse economie nel periodo compreso tra la Grande crisi del 1929 e quella del mercato immobiliare americano dei subprime del 2007/2008, quindi le parallele trasformazioni istituzionali, verificatesi nello stesso periodo, all'interno dei sistemi economici, a causa delle politiche pubbliche poste in essere per contrastarne le conseguenze. Successivamente, occorre evidenziare la giustificazione ideologica di queste trasformazioni; infine, si deve tener conto delle specificità che hanno caratterizzato l'evoluzione del sistema economico italiano nel periodo considerato. In tal modo, diventa possibile rendersi conto che, nel caso dell'Italia, lo spiazzamento del credito bancario rispetto alle imprese è un fenomeno che "viene da lontano", aggravato dal modello adottato per la ricostruzione e il sostegno della crescita nel periodo immediatamente successivo al secondo conflitto mondiale.

2. Gli effetti delle disuguaglianze nella distribuzione della ricchezza e del reddito

Seguendo Thomas Piketty (2013), l'evoluzione della distribuzione della ricchezza non è stata tanto l'esito di tendenze spontanee del sistema economico, quanto il riflesso d'una insufficiente regolazione politica del fenomeno; ciò, in considerazione del fatto che l'azione politica solo a stento e in maniera casuale ha regolato quelle tendenze. Sulla base di dati d'archivio relativi al processo di produzione e di distribuzione della ricchezza verificatosi negli ultimi secoli in alcuni fra i più importanti Paesi occidentali (Francia, Regno Unito e Stati Uniti) e in molti altri (inclusi Cina e Giappone), Piketty ha effettuato una comparazione dell'evoluzione del rapporto tra il valore del capitale privato formatosi in ogni singolo Paese e quello del reddito nazionale; ciò gli ha consentito di evidenziare che la causa del continuo aumento di tale rapporto è da ricondursi al fatto che la rendita del capitale, lungo l'intero periodo considerato (gli ultimi tre secoli), è sempre stata maggiore del tasso di crescita del reddito, sino al raggiungimento

dello scarto massimo, in corrispondenza della «Belle Époque», e di quello minimo, in corrispondenza dello scoppio dei conflitti mondiali del XX secolo.

La contrazione della rendita del capitale in corrispondenza dei conflitti è stata determinata dalle distruzioni causate dagli eventi bellici e dal contemporaneo forte inasprimento della tassazione sulla ricchezza accumulata. Al contrario, dopo il secondo conflitto mondiale, si è verificato un recupero continuo e progressivo della capitalizzazione patrimoniale, sino alla crisi del 2007/2008. Inoltre, la forte rivalutazione degli attivi finanziari e il processo di privatizzazione del patrimonio pubblico hanno concorso ad accelerare, a partire dagli anni Ottanta del secolo scorso, la tendenza alla crescita del capitale privato.

Al di là di questi aspetti, Piketty ha messo in evidenza le conseguenze della forte divergenza che si è verificata, durante tutto l'arco di tempo considerato, tra la crescita della patrimonializzazione e quella del reddito, rilevando come la crescita del capitale accumulato abbia proceduto parallelamente all'aumento delle disuguaglianze, sia nella distribuzione della ricchezza accumulata, che in quella del reddito prodotto.

Nella tendenza alla continua espansione del patrimonio, Piketty ha rinvenuto una «legge fondamentale del capitalismo», secondo la quale un Paese che cresca più lentamente di quanto non risparmi accumula nel lungo periodo un grande stock di capitale, creando uno squilibrio che nel tempo tende ad approfondire le disuguaglianze distributive; queste, a loro volta, hanno favorito la propensione degli attori economici alla patrimonializzazione e alla finanziarizzazione della ricchezza, contribuendo a sacrificare le opportunità di crescita e sviluppo dei sistemi economici.

Per l'economista francese, questa tendenza di lungo periodo, ha comportato, di fatto, che il passato potesse arrivare a «divorare l'avvenire», in quanto i patrimoni accumulati e trasferiti per via ereditaria hanno trasformato i capitalisti in rentier, piuttosto che averli "conservati" imprenditori schumpeteriani (ovvero, in produttori di profitti attraverso l'organizzazione e l'aumento della produzione, con l'impiego del capitale accumulato in continue innovazioni di prodotto e di processo). Tutto ciò è avvenuto al prezzo di un rallentamento della crescita e dell'insorgenza di tutte le criticità economiche e sociali la

cui gravità è stata avvertita soprattutto nei momenti di crisi, come quello insorto dopo la crisi dei subprime del mercato immobiliare statunitense.

Anche se l'ineguaglianza tra i proprietari di beni capitali è diminuita nel corso del XX secolo, l'accumulazione e la concentrazione della ricchezza e la sua crescente finanziarizzazione sono risultate disfunzionali rispetto ad uno stabile ed efficiente funzionamento dei sistemi economici.

3. Finanziarizzazione della ricchezza e innovazioni finanziarie

La crescente importanza dei mercati finanziari rispetto a quelli reali ha provocato una crescente attività innovativa nel settore finanziario, il cui tratto più importante è espresso dello sviluppo della pratica della *securitization*, che ha alimentato la specializzazione del mercato del trasferimento del rischio di credito. In particolare, le tecniche di *securitization* si sono consolidate con la “cartolarizzazione” e con il diffondersi dei “contratti derivati”; queste tecniche hanno fornito nuove e più efficienti opportunità di diversificazione del rischio tra le diverse componenti dei sistemi finanziari.

Le operazioni di cartolarizzazione, sono divenute lo strumento attraverso il quale attività finanziarie non liquide vengono convertite in titoli negoziabili sul mercato dei capitali; esse, quindi, hanno consentito alle imprese creditizie di raccogliere risorse finanziarie sui mercati mobiliari, mediante la cessione di attivi dei quali conservavano la titolarità, sino a divenire una valida alternativa alle modalità di raccolta tradizionali.

Dopo il suo perfezionamento e consolidamento, la cartolarizzazione è stata anche utilizzata per lo smobilizzo di crediti di cui fosse stata titolare una banca, un ente pubblico o altra impresa, attraverso la loro cessione a un soggetto, il cessionario, perché provvedesse al collocamento sul mercato dei capitali i crediti acquistati, attraverso l'emissione di titoli rappresentativi di tali crediti. L'idea innovativa di questa operazione è consistita nel fatto che l'acquisto dei crediti ceduti è finanziato mediante l'emissione di titoli immessi sul mercato per circolare come qualsiasi altro strumento finanziario. Oggi il ricorso a questa tecnica finanziaria è molto diffuso, interessando sempre

più vaste categorie di attivi creditizi, quali mutui fondiari, crediti al consumo, carte di credito ed altro ancora.

Gli anni Settanta e Ottanta hanno visto imporsi l'esigenza di gestire in modo più flessibile ed efficiente il rischio di credito connesso all'attività di impiego delle banche e degli investitori professionali; ciò ha favorito la nascita e lo sviluppo di una nuova classe di strumenti finanziari, noti con il termine di "*credit derivatives*", altrimenti denominati in Italia con le espressioni "contratti derivati di credito", o anche "derivati creditizi", oppure "derivati sul credito". Questo nuovo strumento finanziario ha permesso di trasferire il rischio di credito implicito in ogni esposizione creditizia.

Lo scopo dei contratti derivati risiede nella possibilità offerta ad un soggetto titolare di un credito di cedere ad altri il solo rischio intrinseco al credito stesso, senza però cederne il titolo rappresentativo. Al verificarsi di un evento negativo, causante una diminuzione o l'annullamento del valore dell'attività sottostante, sul soggetto che ha ceduto il rischio grava l'obbligo di risarcire la perdita.

L'avvento delle tecniche di *securitization* è stato giustificato sul piano teorico con l'affermazione di un modello di gestione dell'impresa alternativo a quello orientato soprattutto alla cura degli interessi degli *shareholder*, cioè degli azionisti o proprietari di quote del capitale dell'impresa. Il contesto teorico di riferimento è stato quello dell'economia neoclassica, per la quale il contributo dell'impresa alla crescita ed allo sviluppo del sistema sociale sta nella sua produttività e remunerazione del rischio del proprietario del capitale investito.

Il modello organizzativo *shareholder value oriented* si è contrapposto al modello *stakeholder value oriented*; quest'ultimo considera prevalenti gli interessi di tutti coloro che, in quanto lavoratori, fornitori, o consumatori, possono avanzare la pretesa di ricevere qualche vantaggio, in cambio della delega di autorità ai proprietari del capitale di rischio, oppure in cambio del trasferimento del controllo sulla gestione dell'attività dell'impresa al suo *management*.

Con il modello *stakeholder value oriented* si è passati da una visione degli *stakeholder* come soggetti "passivi", che subivano le conseguenze dell'attività d'impresa, a una visione che li ha considerati soggetti "attivi", in quanto partecipanti al processo di creazione di valore. L'idea a fondamento del modello *stakeholder value oriented* è

stato, quindi, quella secondo cui tutti i soggetti, coinvolti nell'attività di una data impresa, investono in termini di risorse, competenze professionali e conoscenze, nell'impresa stessa, analogamente a quanto fanno gli *shareholder* o il suo *management*.

I conflitti di interesse tra i diversi attori presenti nell'impresa organizzata secondo il nuovo modello e l'eccessiva propensione alla produzione di valore da distribuire tra tutti gli *stakholder* hanno nel tempo portato, soprattutto nella gestione delle imprese finanziarie di intermediazione, ad un distorta valutazione dei rischi, aggravata dalla comparsa del "sistema bancario ombra" (col quale le banche possono cedere una parte dei propri prestiti a intermediari non bancari che li cartolarizzano immettendoli sul mercato) e dell'elevata leva finanziaria (rapporto di indebitamento o rapporto tra capitale proprio e il totale degli affidamenti) implicita in questo sistema, nonché dall'eccessiva propensione del *management* bancario alla pratica dell'attività speculativa e alla raccolta di fondi per il continuo aumento del *trading* sui mercati mobiliari. Tutti questi elementi hanno originato un aumento abnorme della fragilità dell'intero mercato delle attività che prevalentemente praticano l'intermediazione finanziaria.

4. Crisi dei mercati finanziari e crisi dell'economia reale

La crescita del rischio delle imprese bancarie e lo sviluppo delle nuove forme di trasferimento del rischio di credito hanno alimentato una crisi dei mercati finanziari che è sfuggita ad un efficiente controllo delle autorità di vigilanza della maggior parte dei Paesi finanziariamente evoluti; la crisi ha minato alle fondamenta l'architettura dei sistemi finanziari nazionali e internazionali, innescando una perdita sistemica di fiducia e di reputazione degli intermediari finanziari.

Si è imposta quindi la necessità di una profonda riflessione, non solo sull'evoluzione del modello di banca e sul suo ruolo nei sistemi sociali ed economici moderni, ma anche sul prevalere del modello di funzionamento dell'economia imperniato sulle valutazioni degli *stakeholder*, piuttosto che su quelle degli *shareholder*. Ciò ha comportato un profondo mutamento di pensiero che ha imposto la necessità di una ridefinizione dell'impresa bancaria e del corrispondente *management*, in considerazione del fatto che l'intero sistema finanziario è

divenuto uno strumento col quale perseguire fini generali trascendenti quelli strettamente individuali degli attori che presiedono al suo funzionamento. Sennonché, il prevalere degli egoismi ha orientato gli intermediari finanziari a soddisfare fini individuali, a scapito di quelli dell'intero sistema sociale.

È in corso di realizzazione, perciò, un riorientamento strategico di fondo del mercato finanziari e, in particolare, di quello degli intermediari bancari, non più volto all'ottimizzazione del rapporto rischio/rendimento del capitale investito e alla produzione di valore per gli azionisti e il *management*. Ciò ha comportato che la regolamentazione dell'attività finanziaria e della funzione di supervisione delle autorità di vigilanza tendesse ad evitare che il sistema della cartolarizzazione mettesse in pericolo la stabilità dell'intero sistema sociale ed economico, costringendo i diversi attori coinvolti a valutare più attentamente i rischi sul piano dello stabile funzionamento del sistema produttivo.

In particolare, la nuova regolamentazione finanziaria dovrà concretizzarsi in una profonda ristrutturazione del sistema premiale dei banchieri, al fine di prevenire strutture retributive distorte, che incoraggino lo sviluppo di modelli innovativi dell'attività finanziaria coi quali rendere possibile l'aggiramento delle regole sociali prevalenti (finanziarie, contabili, fiscali, ecc.), l'innalzamento del livello della leva finanziaria e dell'indebitamento degli intermediari, l'aumento della complessità degli strumenti finanziari e la riduzione della trasparenza dei contratti. Il nuovo assetto organizzativo e regolamentare dovrà soprattutto configurarsi in modo tale da ridurre, sia il *moral hazard* diffuso in tutta l'area dell'intermediazione finanziaria, sia l'insorgere di conflitti d'interessi tra gli attori del suo *management*.

La nuova regolamentazione finanziaria dovrà partire dalla constatazione che questi conflitti sono presenti, non solo tra i diversi protagonisti del mercato del trasferimento del rischio di credito, ma anche tra le diverse attività svolte dagli intermediari finanziari, a causa dell'assenza di una marcata differenziazione tra banche commerciali e banche di investimento. Al riguardo, non va dimenticato che i comportamenti degli intermediari finanziari e le distorsioni del mercato del trasferimento del rischio di credito rappresentano forme di esternalità negative, i cui costi che i sistemi sociali ed economici di tutto

il mondo hanno sinora sopportato si palesano in termini di aumento del debito pubblico, di salvataggi bancari indiscriminati, di enormi ridistribuzioni di ricchezza e di stravolgimento del corretto funzionamento dei mercati (E. Scannella, 2011).

5. Le specificità che hanno caratterizzato l'evoluzione del sistema economico italiano

La crisi dell'economia italiana, pur inserita nel quadro della più vasta crisi delle economie di mercato, presenta specifici aspetti che evidenziano come i problemi attuali dell'Italia non abbiano cause recenti, nel senso che non sono nati dalla crisi del mercato immobiliare americano del 2007/2008, o dalla crisi più recente dei conti pubblici nazionali; le sue origini sono invece più remote e profonde, e possono essere rinvenute all'inizio della seconda metà del secolo scorso.

Seguendo De Cecco (2013), l'inizio del declino dell'economia italiana può essere individuato negli anni Sessanta, quando al governatorato della Banca d'Italia Donato Menichella è stato sostituito da Guido Carli. Il declino, secondo De Cecco, è comprovato dall'andamento del PIL pro-capite degli ultimi vent'anni: a partire dai primi anni Novanta, esso ha infatti perso continuamente terreno nei confronti di quello dei principali partner europei; mentre fondate previsioni attuali non lasciano spazio, per l'immediato futuro, a possibili inversioni di tendenza.

Alla fine degli anni Cinquanta, con la creazione del Mercato Comune, l'incremento dell'interscambio tra i Paesi aderenti ha avuto profondi effetti sulla politica monetaria e fiscale dell'Italia. In corrispondenza della situazione creatasi nel Paese, su "richiesta degli operatori legati alla "filiera" automobili-autostrade-petrolio (cui, in vero, andrebbero aggiunte le assicurazioni, legate allo sviluppo della motorizzazione), nel 1960 è stato dato "il ben servito" a Menichella, che De Cecco considera il miglior banchiere centrale che l'Italia abbia mai avuto e che ha saputo governare il "miracolo economico" degli anni Cinquanta, in presenza di una sostanziale stabilità monetaria, consentendo alla moneta nazionale di meritare nel 1960 l'"Oscar delle Monete" che il Financial Time assegnava ogni anno.

Menichella, attraverso un severo controllo del sistema bancario, quasi interamente di proprietà pubblica, ha saputo assicurare al Paese la

politica monetaria della quale esso aveva bisogno, conservando lo svolgimento del “miracolo” entro i binari della stabilità. Carli, succeduto a Menichella e rimasto governatore per i successivi sedici anni, è stato portatore di un’“eccessiva identificazione col padronato delle grandi imprese” e, al contrario del suo predecessore, assai meno disposto a salvaguardare la stabilità monetaria, nel senso che si è sempre mostrato disponibile a garantire un *trade-off*, cioè uno scambio compensativo, tra stabilità e inflazione, pur di favorire l’espansione della base produttiva mediante prestiti alle imprese per investimenti in capitale fisso e impianti.

La politica creditizia da lui inaugurata, quella dello “*stop and go*”, caratterizzata dal susseguirsi, a seconda della congiuntura, di fasi restrittive a fasi espansive del credito, ha avuto l’effetto, a partire dal 1963, di fare “stragi di imprenditori coraggiosi e temerari, che avevano ampliato gli impianti e innovato i macchinari”, concorrendo a interrompere quel “boom” che Menichella, afferma De Cecco, avrebbe interrotto molto prima, mentre Carli ha lasciato che continuasse, per consentire all’Italia di dotarsi di una struttura industriale moderna al pari di quella dei due Paesi comunitari economicamente più avanzati: Germania e Francia.

Il trentennio di cambi fluttuanti, seguito alla dichiarazione dell’inconvertibilità del dollaro nel 1971, ha assicurato pro-tempore all’Italia la capacità competitiva sui mercati internazionali, necessaria a reggere la concorrenza di Germania e Francia. Ma la debolezza della lira, su cui l’Italia ha fondato la propria forza competitiva, ha provocato una profonda ristrutturazione degli equilibri produttivi del Paese, favorendo la diffusione, soprattutto nelle regioni del Nord-Est ed in quelle centrali, di piccole e medie imprese; queste, in quanto caratterizzate da combinazioni produttive ad alta intensità di lavoro ed a bassa tecnologia, hanno “incastrato” la base produttiva nazionale all’interno di un sistema di specializzazioni produttive internazionali, cui è da imputarsi l’allontanamento del Paese dai suoi partner comunitari capitalistamente più dotati.

Parallelamente alla ristrutturazione degli equilibri produttivi, gli investimenti, i salari ed i livelli occupazionali all’interno del Paese hanno proceduto con un andamento assai più contenuto rispetto al passato, mentre la base produttiva si è progressivamente indebolita, a seguito

del ridimensionamento della grande impresa, della riduzione del tasso di modernizzazione, del contenimento dello sviluppo dell'istruzione, della formazione, della qualità della forza lavoro e della comparsa di attività innovative.

La decadenza dell'economia italiana nei decenni più recenti non è quindi dovuta, secondo De Cecco, a politiche pubbliche sbagliate nel fronteggiare gli esiti del processo di globalizzazione delle economie nazionali. L'adozione della moneta unica europea ha interrotto la prassi, progressivamente sperimentata dopo la dichiarazione di inconvertibilità del dollaro, di ricorrere alla svalutazione della moneta nazionale, al fine di consentire alle imprese di reggere alla concorrenza sui mercati internazionali. In conseguenza di ciò, venuta meno la possibilità di "esternalizzare" le difficoltà interne sui Paesi esteri, l'unica via percorribile è stata quella di realizzare la tutela della base produttiva entro i confini nazionali, a "carico" dei prezzi e dei salari interni.

L'unico aspetto internazionale ha riguardato la proprietà dei titoli di Stato, nel senso che gli investitori esteri hanno potuto acquistare liberamente parti cospicue del debito pubblico nazionale e altrettanto liberamente hanno potuto rivenderle quando fosse risultato loro conveniente o prudentiale. È accaduto così che, a fasi di accumulo seguissero impreviste smobilizzazioni, con gravi conseguenze, per la mancanza di una politica unitaria a livello europeo, sui conti pubblici nazionali, il cui disavanzo complessivo ha raggiunto livelli insostenibili, non più giustificati dai mercati finanziari esteri.

In questo contesto, il sopraggiungere della crisi del 2007/2008 ha colpito l'Italia più degli altri principali Paesi europei che avevano adottato la moneta unica. Diversi sono stati gli effetti sul sistema del credito: la differenza è consistita nel fatto che le banche italiane, mentre sono state solo parzialmente coinvolte nelle bolle finanziarie scatenatesi negli USA, sono risultate invece eccessivamente esposte sull'estero, per aver preso a prestito sui mercati internazionali risorse a breve, al fine di coprire lo squilibrio strutturale dei loro conti, originato dall'eccessivo credito concesso alle imprese negli anni precedenti la crisi; quando questa è esplosa, le banche sono risultate esposte, non solo alla difficoltà di trovare nuovi finanziamenti, ma anche agli effetti della propensione dei creditori internazionali a recuperare in tempi

brevi i fondi prestati. È questo il motivo per cui l'Italia si è trovata inaspettatamente e improvvisamente annoverata tra i Paesi poco "virtuosi" e declassata tra i Paesi a rischio di "fallimento".

In questa nuova svolta, De Cecco rinviene l'ultima delle cause che sono all'origine del declino dell'economia italiana. Le autorità nazionali, anziché aiutare le banche a ricapitalizzarsi, per fare fronte alle conseguenze del loro eccessivo indebitamento estero, le hanno invece aiutate perché potessero proseguire le loro attività tradizionali di prestito alle imprese, in un momento in cui queste ultime presentavano un'alta domanda di credito a basso costo. In tal modo, le autorità italiane non hanno potuto utilizzare le risorse pubbliche, come hanno fatto gli altri Paesi europei più "virtuosi", per il rilancio della domanda interna, la cui caduta si è presto allineata alla caduta delle esportazioni e delle importazioni: la contrazione di queste macro-grandezze ha approfondito ulteriormente la separazione dell'economia italiana da quella dei principali Paesi dell'eurozona.

L'Italia, quindi, nonostante le buone intenzioni manifestate dal recente "governo dei professori", conclude De Cecco, è venuta a trovarsi al centro, senza esserne causa (se non pro-quota), di una catena di eventi che hanno attivato un "pericoloso circolo vizioso", alimentando la spinta della base produttiva del Paese verso il declino, a causa della debolezza strutturale degli investimenti, dell'aumento della pressione fiscale e della contrazione del livello della spesa pubblica. Analisi severa, questa di De Cecco, riguardo al trend dell'evoluzione dell'economia italiana, che, nei 150 anni di storia unitaria, ha conosciuto una "modernizzazione fortemente voluta e in buona parte realizzata"; si è trattato però di un risultato fragile, che il Paese non è riuscito a conservare e tanto meno a migliorare.

A quanto sinora detto, si può aggiungere che tra le cause ultime del declino dell'economia italiana va inserito anche il processo di privatizzazione dei beni dello Stato, con la conseguente distruzione dell'economia mista, a vantaggio di operatori che sono risultati essere per lo più i controllori delle grandi imprese in crisi; queste, infatti, hanno avuto, col placet delle autorità governative, nel ventennio tra il 1990 ed il 2010, e con la disponibilità del sistema bancario nazionale, la possibilità di compiere le "scalate", non per approfondire e ammodernare capitalisticamente la base produttiva del Paese, ma solo per

allargare la loro base patrimoniale.

Tutte le operazioni compiute con il processo di privatizzazione valgono ad inverare quanto De Cecco, in apertura del suo articolo, espone riguardo alla “crisi del Seicento”, sperimentata dal nostro Paese nel corso della sua storia millenaria. È vero che allora le regioni italiane sono state vittime di un modello di produzione artigianale, a causa dell’inadeguatezza dei micro-Stati italiani ad affrontare i problemi della globalizzazione di allora, originata dalle scoperte geografiche e dalle eccessive dimensioni raggiunte dal settore finanziario rispetto a quello reale; è altrettanto vero, però, che negli anni recenti, come allora, l’imprenditorialità finanziaria ha privilegiato in Italia le remunerazioni da servizi resi alle imprese, anziché quelle derivanti dalle linee di credito concesse per il finanziamento di investimenti produttivi. D’altro canto, l’imprenditorialità reale ha privilegiato le remunerazioni da rendite patrimoniali, anziché da profitti, assumendo così un carattere parassitario.

6. I limiti del modello di sviluppo fondato sul “piccolo è bello”

Il restringersi della grande imprenditorialità nazionale è stato aggravato, se non provocato, da alcune strozzature strutturali che affliggono da tempo l’organizzazione complessiva della base produttiva dell’Italia, fondata, in particolare, su una struttura imprenditoriale ispirata al principio del “piccolo è bello” e su un sistema del credito ad essa conformata. La recessione iniziata nel 2007/2008 ha fatto emergere la contraddizione interna di questo tipo di organizzazione produttiva, caratterizzata dalla presenza portante di piccole e medie imprese, correlata ad un sistema del credito messo a sua volta in crisi dal tipo di attività reali da esso finanziate, in conseguenza delle innovazioni che negli ultimi decenni del secolo scorso hanno caratterizzato il sistema. Uno dei mali del sistema bancario italiano, infatti, è oggi l’esistenza di una grande massa di crediti “incagliati” e “deteriorati” (fondi NPL, ovvero *non-performing loans*), originati dal fatto che, nei decenni precedenti il 2007/2008, le banche si sono espresse oltre il limite di un sicuro equilibrio economico-finanziario, nei confronti di una base produttiva incentrata sulla piccola dimensione delle imprese, scarsamente dotate di capitale proprio. Questa situazione, oltre ad aver ori-

ginato l'eccessivo indebitamento di gran parte del sistema produttivo nazionale verso le banche, per gli alti livelli di credito ottenuto, è stata anche la causa dell'elevata probabilità che un'alta percentuale degli affidamenti si deteriorasse, a causa della scarsa forza economica delle attività produttive affidate.

Al presente, perciò, di fronte alla tenue tendenza dell'economia italiana ad uscire dal tunnel della crisi, la maggioranza delle piccole e medie imprese continua, secondo Reiner Masera (2014) ad "essere avviluppata in un circolo vizioso". La carenza di credito (*credit crunch*), della quale soffre il sistema bancario, a causa delle sofferenze, contribuisce a trasformare le esigenze di liquidità delle imprese in una prospettiva di insolvenza. Questa è resa altamente probabile dal fatto che il *credit crunch* sia destinato ad essere "inasprito", per i pressanti vincoli imposti alle banche dalla normativa europea in materia di fondi propri e di riserve di capitale, ma soprattutto, per la necessità di dover affrontare la verifica degli attivi (l'*asset quality review*) in vista dell'Unione Bancaria Europea.

Per uscire dal possibile immobilismo, secondo Masera, esistono due "vie di fuga": una connessa alla creazione di un nuovo strumento di finanziamento delle banche da parte della Banca Centrale Europea, da collegare a quello già operante (sistema LTRO, *long term refinancing operation*), incentrato sulla riduzione dei finanziamenti destinati all'acquisto di titoli di Stato; l'altra costituita dalla creazione di "famiglie di crediti deteriorati" (fondi NPL, *non-performing loans*), con il concorso delle banche ed il sostegno delle autorità monetarie, crediti da cedere ad operatori specializzati in cambio di quote di partecipazione e di quote di nuova cassa.

Alle due "vie di fuga" dal *credit crunch* indicate da Masera, Giandomenico Piluso (2014), ne aggiunge una terza, consistente nella creazione di una o più "*Bad Bank*" (alla lettera, "cattiva banca"), con la "mission" di ridurre, ricorrendo al mercato, i crediti deteriorati che incidono sui requisiti patrimoniali delle banche stesse, limitando la loro capacità di offrire credito alle imprese. Quest'ultima "via", però, a giudizio di Piluso, è poco raccomandabile, in quanto, se la gestione del credito dovesse deteriorarsi, a fronte delle possibilità di poterlo indirizzare verso una "*bad bank*", comporterebbe il permanere di un modello di gestione dei rischi degli affidamenti che continuerebbe a

tenere bassa la responsabilità dei banchieri.

In conclusione, il superamento delle difficoltà del *credit crunch* che ostacola il rilancio del settore reale non è cosa facile, in quanto l'Italia, anche riguardo all'organizzazione e alla capacità di finanziamento delle banche, dovrà scontare gli errori del passato: il suo sistema bancario, infatti, essendosi per decenni conformato alle esigenze del "piccolo è bello", ha smarrito o depotenziato la capacità di esercitare il proprio ruolo in condizioni di sicurezza; né la sua riorganizzazione, occorsa all'inizio degli anni Novanta, è valsa a farglielo recuperare, essendo stato svolto, non in funzione del potenziamento delle attività produttive di profitto, ma prevalentemente in funzione degli interessi di "cercatori di rendite".

7. Considerazioni finali

Le soluzioni prospettate per uscire dalla "trappola" del *credit crunch*, considerate le vicende che in Italia hanno causato la crescente contrazione del credito bancario alle imprese, sono tutte di difficile realizzazione; innanzitutto, per le difficoltà cui va sicuramente incontro la creazione di nuovi strumenti di finanziamento delle banche da parte della BCE, per la contrarietà a livello politico da parte dei "gruppi dirigenti" di alcuni Paesi europei; in secondo luogo, perché le altre soluzioni prospettate (creazione di famiglie di crediti deteriorati e creazione di "*bad bank*") per "disincagliare" i crediti delle banche e migliorare le loro consistenze patrimoniali presuppongono una riorganizzazione del mercato del credito non del tutto liberata da motivazioni che potrebbero "spingere" i banchieri, come nel passato, a insistere in comportamenti poco virtuosi, nella certezza di potersi avvalere con facilità della possibilità di liberarsi dei crediti immobilizzati che viene loro offerta dalla riorganizzazione dell'intero sistema creditizio dotato di istituzioni finanziarie poste a supporto del loro finanziamento poco responsabile delle imprese.

La soluzione, meno "irta" di ostacoli e di pericoli, sembra perciò potersi individuare in un'azione politica di medio periodo, volta a realizzare una riforma globale dell'intera base produttiva nazionale, fondata su un parziale e sostenibile rientro dall'attuale livello del debito pubblico; tale rientro costituirebbe la pre-condizione per realiz-

zare, da un lato, una ristrutturazione del sistema delle imprese fondata sull'aumento della loro dimensione e, dall'altro, una riorganizzazione del settore del credito meno esposto al pericolo che gli affidamenti siano destinati a rivelarsi crediti non conformati, così come è accaduto nei lustri passati a noi vicini.

Riferimenti bibliografici

De Cecco M. (2013), "Una crisi lunga mezzo secolo: le cause profonde del declino italiano", in *Economia Italiana*, n. 3.

Masera R. (2014), "Come uscire dal credit crunch", in *Economia Italiana*, n. 1.

Piketty T., (2013) *Le capital au XXI^e siècle*, Éditions du Seuil, Paris.

Piluso G. (2014), "Riscrivere le regole in Europa, rivedere il modello delle banche in Italia", in *Economia Italiana*, n. 1.

Regini M. (2014), "Model of Capitalism and the Crisis", in *Stato e Mercato*, n.1.

Scannella E. (2011), "Innovazione finanziaria e instabilità: il trasferimento del rischio di credito", in *"Studi e Note di Economia"*, vol. XVI.

IGNAZIO VISCO*

Governatore della Banca d'Italia

Governor of the Bank of Italy

* Intervento svolto al Convegno “In ricordo di Federico Caffè” tenutosi a Pescara il 30 gennaio 2015.

Federico Caffè fu sempre dalla parte dei più deboli, critico esplicito della idealizzazione del “mercato” e sostenitore di un ruolo attivo dello Stato per correggerne le inefficienze e rimediare alle “disconomie”. Guardava al lavoro non solo come occupazione ma anche come realizzazione della persona, all’istruzione e alla formazione come componente fondamentale dell’uguaglianza delle opportunità. E guardava con preoccupazione a una finanza speculativa e disgiunta dall’economia reale, a un mondo in cui la voce dei popoli non fosse in grado di farsi sentire di fronte al prevalere del “big business”, “big labour”, “big government”, a un’affermazione di interessi basati sul puro potere di grandi gruppi multinazionali e non attenta alle implicazioni in termini non solo di equità e giustizia sociale, ma anche di efficienza e stabilità economica.

PAROLE CHIAVE: WELFARE STATE • PUBLIC CHOICE • POLITICA ECONOMICA

Federico Caffè always took the side of the weaker party, the victims; he was an outspoken critic of any idealization of ‘the market’ and a firm advocate of an active role of government in correcting market inefficiencies and remedying ‘diseconomies’. He considered labour not just as ‘employment’ but as self-fulfilment and saw education and training as a fundamental component of equal opportunity. And he was alarmed by a speculative financial system disjoined from the real economy, a world in which the voice of the people was drowned out by the domination of ‘big business’, ‘big labour’ and ‘big government’, in which the prevailing interests were determined purely by the power of the multinational corporations and perfectly indifferent to the implications not only for fairness and social justice but even for efficiency and economic stability.

KEYWORDS: WELFARE STATE • PUBLIC CHOICE • ECONOMIC POLICY

Ringrazio il Presidente D’Alfonso per avermi invitato a questa occasione di ricordo della persona, del pensiero e dell’opera di Federico Caffè, del quale nel 2014 è ricorso il centenario della nascita. Diversi sono stati gli eventi celebrativi che si sono tenuti lo scorso anno in ricordo di Caffè. Ad alcuni di essi sono riuscito a prendere parte e sono lieto di riuscire a farlo oggi, nella città che gli ha dato i natali.

Farò in particolare riferimento alle riflessioni che avevo espresso nell’incontro organizzato dall’Università Roma Tre lo scorso 12 novembre. Le integrerò con alcune considerazioni relative a tre questioni sulle quali già mi sono espresso anche in tempi recenti: la grave crisi della nostra economia e alcune possibili risposte di politica economica; la necessità oggi di investire nel capitale umano (nella conoscenza e nelle competenze); la sfida del progresso tecnologico per l’occupazione.

Viviamo oggi in un mondo molto diverso da quello nel quale ha prestato la sua opera, il suo “servizio”, Federico Caffè. E certamente non è giusto cercare di “indovinare” quale sarebbe stato il suo pensiero oggi, così come utilizzare “meccanicamente” il pensiero da lui espresso decenni or sono per interpretare e affrontare il presente. Non cercherò quindi di farlo con riferimento a questi temi, se non ricordando sinteticamente alcune sue osservazioni espresse al riguardo in occasioni e condizioni certamente diverse. Prima, poche parole per ricordarne, anch’io, il grande contributo, in particolare come economista e studioso.

Federico Caffè è stato un grande italiano, accademico dei Lincei, assistente volontario nel 1939, libero docente nel 1949 e poi, dal 1954, professore di politica economica e finanziaria (ma anche di scienza delle finanze ed economia politica), capo di gabinetto del Ministro della Ricostruzione Meuccio Ruini nel Governo Parri, funzionario e dirigente nel Servizio Studi della Banca d’Italia dal 1937 al 1954 e poi consulente del Governatore fino al 1969, direttore dell’Ente Einaudi per gli Studi monetari, bancari e finanziari dal 1965 al 1975.

Molti di noi ancora oggi devono tanto all’insegnamento di Federico

Caffè, al suo incoraggiamento negli studi e nella professione, all'esempio che ci ha dato di rettitudine, dedizione al dovere, trasmissione della conoscenza. Lo ricordiamo come uno straordinario docente, capace nella sua ora di lezione di far pendere dalle sue labbra centinaia di studenti sui temi più vari dell'economia nazionale e internazionale, sui problemi della congiuntura e sulle questioni strutturali, di fondo, sui massimi temi istituzionali e sulle apparentemente banali vicende di ogni giorno.

Nel suo argomentare, Caffè era consapevole della non indipendenza tra premesse di valore e giudizi di fatto, ma era sempre attento a far discendere le sue conclusioni da un'attenta analisi dell'esperienza storica e politica e un uso straordinariamente efficace della teoria economica, o meglio delle teorie. Citava senza timori Paul Samuelson, grande economista “keynesiano” e “neoclassico” (sotto alcuni versi un ossimoro), secondo il quale “la esperienza ci ha insegnato in modo severo che l'eclettismo nella scienza economica non è tanto qualcosa che si desideri, quanto una necessità”. Né aveva timore di osservare, quasi quarant'anni fa, che la “crisi attuale della scienza economica emerge appunto dal fatto di rendersi conto di questa necessità e di trarne le conseguenze; oppure dall'identificare in modo esclusivo la scienza economica in un determinato indirizzo (si tratti del neo-ricardiano, o del neo-marxista, o del neo-classico, o del post-keynesiano), attribuendo ad esso una posizione di egemonia che, di fatto, non ha”. E pure, nonostante i dubbi discendenti dal confronto continuo con la realtà delle cose, era ancora convinto che il carattere “costante, continuo e successivo” della scienza economica – nelle parole di un maestro, Gustavo Del Vecchio, a cui era particolarmente legato – “si affermi attraverso il riconoscimento del contributo valido dei diversi apporti”. Una lezione, quindi, di metodo, direi profetica alla luce delle difficoltà che la scienza economica oggi attraversa, in particolare nell'interpretare e porre rimedio alla crisi economica e finanziaria che da diversi anni ci ha gravemente colpito.

Va quindi ricordato il suo impegno e pure il suo rifuggire dalle ideologie, ma anche il suo riconoscere, con Joseph Schumpeter (come osservò anni fa Pierluigi Ciocca, Caffè spesso parlava “per il

tramite di grandi economisti”), che “sebbene si procede lentamente a causa delle nostre ideologie, non si potrebbe camminare affatto senza di esse”. Mi sembra quindi importante ricordare che Federico Caffè fu anche, dopo averla lasciata, un memorabile consulente della Banca d’Italia (e soprattutto del suo Governatore, Guido Carli, di cui anche, lo scorso anno, è ricorso il centenario della nascita). Vi fu tra loro grande rispetto e reciproca ammirazione. E grande rispetto e ammirazione certamente vi fu tra Caffè e Luigi Einaudi, così come con Paolo Baffi, pure nella differenza del ruolo da essi attribuito al pubblico e al privato, allo Stato e al mercato.

Alla Banca d’Italia egli fu sempre molto legato e in Banca d’Italia hanno lavorato molti suoi allievi e ascoltati interlocutori. Soffrì negli anni della contestazione studentesca del 1968-69 per sciocche accuse, legate a questo suo rapporto di consulenza, di connivenza con quelli che venivano ingenuamente e impropriamente descritti come difensori del capitale, del potere economico e finanziario, dei “padroni”, mortificato anche per la ristrettezza mentale ma comprensivo dell’e-suberanza dell’età di chi le avanzava. (Vi è da osservare, peraltro, che ogni stagione ha le sue sciocche interpretazioni e anche oggi certo esse non mancano.) Per evitare inutili polemiche e sgradite conseguenze lasciò quindi il suo incarico di consulenza ma mantenne con la Banca e chi in essa operava consuetudine di rapporti, richiesta di informazioni e prodigalità di consigli.

Sulla crisi odierna e la risposta di politica economica

All’attualità del pensiero di Caffè nella crisi odierna è stato dedicato un volume uscito nel 2010.

Ci trovavamo all’indomani della prima manifestazione, globale, di questa lunga crisi, di natura essenzialmente finanziaria, conseguente al fallimento della grande banca d’investimenti Lehman Brothers, innescata negli Stati Uniti nel 2007 dalla crisi dei mutui “subprime”, inizialmente affrontata con insufficiente determinazione.

La crisi finanziaria globale ha certamente messo in luce gravi limiti nella conduzione delle politiche macroeconomiche, in un contesto di

grande mobilità di merci e di capitali (oltre che di persone) e di grandi cambiamenti demografici e tecnologici, quale quello che si è andato affermando negli ultimi venticinque anni. Ha altresì evidenziato altrettanto gravi carenze nella regolamentazione finanziaria, in presenza di comportamenti eccessivamente attenti ai risultati di breve periodo e spesso largamente disgiunti dalle necessità e dai vincoli posti dall'economia reale da parte di grandi banche e istituzioni finanziarie, in particolare, ma non solo, negli Stati Uniti.

Pur con alcune eccezioni, policy maker ed economisti hanno mostrato una fiducia non solo eccessiva ma decisamente mal posta nelle capacità di autoregolamentazione dei mercati. Su questo la posizione di Caffè era sempre stata netta, sia pure in un contesto assai differente, di crescita economica impetuosa anche se non omogenea, di due grandi blocchi politici affermatasi all'indomani della seconda guerra mondiale (e di un terzo mondo da noi assai lontano), di forti limiti, in molti paesi, alla mobilità internazionale dei capitali. Caffè non era avversario a priori dell'economia di mercato, di cui coglieva certamente il grande contributo anche all'innalzamento del benessere complessivo, ma considerava il mercato non un fine in se stesso ma lo strumento per conseguire tale benessere. Fu quindi sempre apertamente critico di un approccio acriticamente liberista: un mercato non adeguatamente regolato, nell'interesse dei suoi stessi partecipanti, costituisce da un lato una istituzione fondamentalmente instabile, dall'altro uno strumento non neutro ma aperto all'affermazione di comportamenti monopolistici e predatori.

Per far fronte ai molti “fallimenti del mercato” Caffè (che pure non trascurava i “fallimenti dello Stato”) proponeva quindi di ricorrere senza eccessivi timori a interventi di politica economica, interventi in particolare volti a stimolare la domanda nel breve periodo e con essa a riassorbire la disoccupazione. In questo, con Keynes, non sembrava porre particolare attenzione agli interventi sulla struttura economica in grado di dare risposte anche importanti ma in un periodo troppo lungo per essere effettivamente di aiuto ai più deboli.

Nel dibattito di oggi si parla molto di riforme strutturali. Nell'area dell'euro, in particolare, poco si è fatto per rendere l'economia più

pronta a rispondere ai grandi cambiamenti di cui ho prima parlato. Pure, le difficoltà nell’uscire dalla crisi – finanziaria e globale, prima, dei debiti sovrani in particolare nell’area dell’euro, poi – sono oggi derivanti anche da carenze non trascurabili della domanda aggregata. Da tempo sostengo la necessità di un intervento basato sugli investimenti (pubblici e privati, nazionali ed europei) che sia di complemento alle altrettanto necessarie riforme strutturali, da attuare secondo un disegno organico.

Caffè non trascurava, tuttavia, la necessità di dedicare attenzione anche ai problemi e alle politiche “dell’offerta”, quelle che in ultima analisi devono far fronte a problemi di natura strutturale, quali una crescita insufficiente della produttività, i problemi e i vincoli che pongono gli andamenti demografici, le necessità di efficienza e sicurezza energetica, la difesa e la valorizzazione dell’ambiente, gli eccessi di regolamentazione, a volte a difesa di interessi particolari e a danno della collettività. L’enfasi sulla necessità di agire congiuntamente dal lato della domanda e dell’offerta giustifica il riferimento che desidero fare alle *Note introduttive* di Caffè a un libro, *La teoria economica dell’offerta e della domanda*, pubblicato nel 1983 dal premio Nobel per l’economia Lawrence Klein – come Caffè mio maestro – e curato dallo stesso Caffè per l’edizione italiana edita da Giuffrè nel 1986.

In un passo di queste sue *Note*, Caffè ricorda come un importante insegnamento di Klein sia l’idea che il sostegno alla domanda (globale) “sarà in ogni caso un ingrediente necessario di ogni politica economica”. Ma prosegue sottolineando la parallela enfasi posta da Klein sull’esigenza di affrontare i problemi dell’offerta, della produttività e della capacità produttiva. Mi pare altresì interessante sottolineare, senza per questo attribuire a Caffè una particolare possibile opinione al riguardo, che lo stesso Klein qualche anno dopo osservava che “Non vi è nulla nelle prescrizioni keynesiane a sostegno di politiche pubbliche altamente squilibrate o di un affidamento eccessivo alla politica monetaria a fini di stabilizzazione economica”.

Su un altro piano, come oggi sottolineano autorevoli economisti (forse in ritardo di qualche decennio) con riferimento alle difficoltà

di interpretazione e risposta alla crisi economica ancora in corso, non si può scambiare l’eleganza formale dei modelli matematici, così in voga nella professione, con verità analitiche e di *policy*. Questo non vuol dire che un accorto uso del principio di astrazione e un uso attento di modelli teorici, in grado di eliminare errori logici e identificare gli elementi essenziali di un’analisi o un ragionamento, non siano da ricercare e raccomandare. Tuttavia, come sottolineava Caffè in un articolo pubblicato nel 1986 sul primo numero di *MicroMega*, bisogna fare attenzione a che un eccessivo tecnicismo nell’analisi economica non faccia perdere di vista la realtà.

Confrontando, in particolare, la ricchezza propositiva della trattazione di Pigou, il teorico dell’economia del benessere (uno dei temi di “teoria pura” a Caffè più cari), con alcune delle più recenti indagini di allora, egli riteneva di trovarvi conferma della “perdita di rilevanza che si accompagna, con notoria frequenza, all’accrescimento del rigore formale” e lamentava che questo processo di “progressivo depauperamento del reale e di predominanza (o prevaricazione) del formale” avveniva all’interno degli stessi sviluppi dell’economia del benessere.

Anche con riferimento al ricorso assolutamente necessario agli strumenti di analisi quantitativa, in particolare per l’azione di politica economica, mi pare interessante citare ancora Caffè quando osserva come, nonostante la mole di lavoro altamente specializzato e tecnico nella costruzione di modelli econometrici, nel volume suddetto Klein “si presenta con un altro volto: quello di un autore dotato di straordinaria capacità divulgativa. [...] Si tratta di un insegnamento di non poco rilievo, in quanto è importante non solo costruire modelli ma anche farli capire”. Anche in questo caso, più che il riferimento a un importante economista del suo tempo, mi pare importante la lezione di metodo che Caffè ci vuole trasmettere con quel suo “farli capire”.

Sul capitale umano

Ancora stamattina, in un incontro presso l’Univesità Cattolica del Sacro Cuore a Roma, ho ricordato che la bassa crescita della nostra

economia già prima della crisi e le maggiori difficoltà a superare la prolungata fase congiunturale negativa sono in misura non trascurabile connesse con le carenze nella dotazione di capitale umano. Non credo che il termine “capitale umano” ricevesse una incondizionata approvazione da parte di Caffè. Io stesso lo trovo inutilmente freddo e meccanicistico e preferisco parlare di investimento in conoscenza e di attenzione allo sviluppo delle competenze necessarie in un dato contesto di lavoro e di vita. Tuttavia, ormai il termine dal linguaggio degli economisti si è trasferito al linguaggio comune, e non è il caso di porvi particolare resistenza.

È noto che Caffè guardava all'istruzione e alla formazione come componenti fondamentali dell'uguaglianza delle opportunità, intendendo il lavoro non solo come occupazione ma altresì come realizzazione della persona. Per Caffè, le “condizioni di partenza” erano parte di quei principi etici profondi, di giustizia e di uguaglianza sociale, da cui muovevano i suoi ragionamenti.

In uno scritto del 1986, emblematicamente intitolato “Altro che uguaglianza delle posizioni di partenza” (Rinascita, 10 maggio 1986) a commento della prospettata adozione del numero chiuso nell'università statale, da lui allora bollata come “una vera iattura”, osservava che “le nostre odierne preoccupazioni per un asserito ‘eccesso’ di istruzione superiore sono un chiaro indice che la vera crisi non riguarda le concezioni del benessere sociale e i connessi oneri finanziari, ma le nostre capacità di audacia intellettuale.” Aggiungeva, in particolare, che “L'università statale ... non può rinunciare, senza screditarsi, a realizzare quella ‘uguaglianza delle posizioni di partenza’, che è precetto tipico di ogni rispettabile concezione liberale”.

Anche in questo caso mi pare importante sottolineare l'uso contiguo di due termini quali “uguaglianza” e “liberale”. L'investimento in conoscenza, da parte di ciascuno di noi e da parte di noi tutti come collettività, in modalità adatte alle situazioni nelle quali ci troviamo e a fronte dei grandi cambiamenti economici, demografici e tecnologici cui ho fatto riferimento, a me pare costituisca veramente un fondamentale baluardo a presidio della nostra libertà e a favore del nostro benessere, economico, sociale e civile.

Mi pare infine giusto osservare che la necessità di spese di utilità sociale che consentano di accrescere il capitale umano rientrava tra quei concetti di alta teoria, quali le "esternalità" nel consumo o i "costi sociali", sui quali Caffè, pur mosso da specifici criteri di equità, usava accuratamente fondare le sue osservazioni nello studio dei problemi del *welfare state*.

Sul progresso tecnologico

Nel mio intervento odierno all'Università Cattolica ho fatto altresì riferimento ai notevoli e variegati cambiamenti indotti dal progresso tecnologico, mettendo in evidenza una peculiare caratteristica della odierna rivoluzione digitale: la crescente velocità con cui le macchine sembrano poter sostituire il lavoro. E ciò sembra verificarsi non solo per i lavori di routine ma in misura crescente (ed è questo l'aspetto più innovativo) anche per le funzioni non standardizzate.

Gli indubbi benefici derivanti dal progresso tecnico per la società nel suo complesso, anche in termini di nuove e migliori disponibilità di posti di lavoro, non devono far perdere di vista gli effetti associati alla transizione verso uno stato in cui si sia pienamente prodotto l'impatto delle nuove tecnologie sull'occupazione. Allo stesso tempo mi pare che si debba sottolineare il termine "transizione", per cercare di capire quanto diversa sia, a tale proposito, questa che alcuni economisti oggi definiscono come "la seconda età delle macchine" dalla prima o dalla seconda "rivoluzione industriale". È noto quanto effimeri furono allora i pure intensi movimenti di opposizione e rivolta contro macchine che sostituendosi agli esseri umani rischiavano di togliere loro la capacità di sostenersi col lavoro manuale. Oggi la sfida sembra andare ben oltre, nella direzione di quella che già nel 1930 Keynes definì come "disoccupazione tecnologica".

Caffè certamente non fu contro il progresso e la tecnologia: confidava, anzi, nelle capacità di superare anche con l'innovazione i "limiti dello sviluppo". Allo stesso tempo, già nel 1967 aveva considerato "gli aspetti sociali dell'automazione" in un saggio pubbli-

cato su *Economia Internazionale*. In esso Caffè sottolineava che “gli obiettivi specifici di una politica sociale dell’automazione riflettono, a un tempo, il riconoscimento della sua inevitabilità e la consapevolezza che essa associa, di norma, vantaggi globali con penalizzazioni settoriali”.

A questo proposito, citando il celebre contributo di un autore contemporaneo, Ben Seligman, sulla sfida per l’uomo nell’età dell’automazione, Caffè rende innanzitutto chiaro che “dar atto in modo esplicito che ‘la reazione del lavoratore all’avanzamento tecnologico è quella del timore’ non significa indulgere a un anacronistico luddismo anche se è difficile non incorrere in un addebito del genere”. Fa quindi riferimento a un noto rapporto della commissione nazionale degli Stati Uniti per la tecnologia, l’automazione e il progresso economico (*Technology and the American Economy*), pubblicato nel 1966, osservando come, sui rapporti tra la disoccupazione e i cambiamenti tecnologici, si ponga in evidenza che “l’elevata disoccupazione (la quale ha indotto a creare la commissione) fu conseguenza di una politica pubblica passiva, non la conseguenza inevitabile dell’intensità dei cambiamenti tecnologici”.

Sebbene non possiamo conoscere quali sarebbero state le sue osservazioni specifiche sulle conseguenze della rivoluzione digitale, ci è però permesso di ricorrere alla sua lezione di metodo. Di fronte ai cambiamenti, Federico Caffè non aveva infatti timore ad evidenziarne le opportunità; era però attento a cercare di coglierne difficoltà e contraddizioni e sottolineare la necessità di intervenire per correggere distorsioni e contrastare esiti ingiusti.

Mi pare quindi appropriato concludere a questo riguardo – senza speciali commenti, e ricordando ancora l’epoca storica cui si riferiscono e le differenze nelle condizioni e nei vincoli tra allora e oggi – con parole tratte dalle sue *Lezioni di politica economica*: “L’avanzamento tecnico costituisce, notoriamente, una esigenza vitale per ogni economia che intenda svilupparsi e progredire. Ciò non toglie che, in un sistema economico basato sulla pluralità delle iniziative, l’introduzione di nuovi progressi tecnici avvenga in quanto si dimostri

vantaggiosa in termini di costi e ricavi privati dei singoli imprenditori, senza tener conto delle difficoltà provocate dai cambiamenti tecnologici soprattutto nei confronti dei lavoratori. Si inclina, al riguardo, ad affermare che le perdite subite da questi ultimi – in forma di temporanea disoccupazione, allontanamento forzato dalla sede abituale, riadattamento e riqualificazione – rappresentino un prezzo da pagare in periodo breve, per realizzare vantaggi diffusi in periodo lungo. Ma l’appello al periodo lungo, che è talvolta espressione della limitatezza delle nostre conoscenze, anziché di effettive certezze, non sembra possa giustificare il disinteresse per i problemi immediati: quelli, cioè, sollevati appunto dai costi sociali connessi con i cambiamenti tecnici e con il modo e il ritmo di adozione di processi innovativi”.

Forse un commento però si può fare. Dai grandi cambiamenti tecnologici in corso, dalle straordinarie innovazioni delle nuove tecnologie dell’informazione e delle comunicazioni, dalla rivoluzione digitale ci possiamo e dobbiamo attendere grandi opportunità di crescita economica e anche di sviluppo sociale. Ma grandi sono anche i rischi. Se non siamo condannati, grazie ai progressi della tecnologia, al “ristagno secolare” temuto ancora oggi da alcuni importanti economisti, dobbiamo però essere preparati alle grandi sfide che questi progressi non possono non porre. Ad esse, e tra queste anche alla “disoccupazione tecnologica” dobbiamo rispondere, come ho prima sottolineato, con decisi investimenti nelle nostre conoscenze, competenze e capacità. Non possiamo allo stesso tempo ignorare le conseguenze sulla distribuzione dei redditi (e, direbbe Federico Caffè, sulle opportunità) e soprattutto i condizionamenti che ne derivano sulla stessa possibilità di fruire tutti e compiutamente dei benefici attesi da questi progressi.

Conclusioni

Per concludere, Federico Caffè fu sempre dalla parte dei più deboli, critico esplicito della idealizzazione del “mercato” e sostenitore di un ruolo attivo dello Stato per correggerne le inefficienze e rimediare alle “diseconomie”. Guardava al lavoro non solo come occupazione ma anche come realizzazione della persona, all’istruzione e alla formazione come componente fondamentale dell’uguaglianza

delle opportunità. E guardava con preoccupazione a una finanza speculativa e disgiunta dall’economia reale, a un mondo in cui la voce dei popoli non fosse in grado di farsi sentire di fronte al prevalere del “big business”, “big labour”, “big government”, a un’affermazione di interessi basati sul puro potere di grandi gruppi multinazionali e non attenta alle implicazioni in termini non solo di equità e giustizia sociale, ma anche di efficienza e stabilità economica.

Ma non fu contro il progresso e la tecnologia, né a favore di un mancato rispetto dei vincoli di bilancio, né contro il riconoscimento del merito o a favore di un vago “egualitarismo” (che contrapponeva a una altrettanto vaga “professionalità”). Confidava, anzi, nelle capacità di superare, con l’innovazione, con l’organizzazione e, perché no, con l’operare dei prezzi relativi, anche nel mercato, i “limiti dello sviluppo”. In ultima analisi, Federico Caffè identificava la giustificazione primaria dello studio dell’economia nel convincimento che non si dovesse mai perdere la speranza di riuscire ad avere la meglio sulla povertà e sull’ignoranza. Nel suo essere riformista, egli muoveva soprattutto dalla convinzione profonda della capacità dell’uomo di mutare il proprio destino. E ai suoi allievi, a tutti noi, ha lasciato il monito di non farci condizionare dalle mode e dalle convenzioni del momento, di esercitare, con saggezza e modestia, autonomia di pensiero e capacità di azione.

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE
BOOK REVIEWS

a cura di
Elisabetta Boccia

Daniele Manacorda, *L'Italia agli Italiani: istruzioni e ostruzioni per il patrimonio culturale*, Bari 2015.

“La Repubblica promuove lo sviluppo della cultura e la ricerca scientifica e tecnica. Tutela il paesaggio e il patrimonio storico e artistico della Nazione”.

È proprio dall’articolo 9 della Costituzione italiana che Daniele Manacorda parte per comprendere meglio la crisi del nostro secolare sistema di tutela e la ragione della sconnessione dei cittadini dal patrimonio culturale italiano. L’articolo parla di tutela del patrimonio culturale e di ‘promozione della cultura’, cioè di valorizzazione: una parola spesso demonizzata da chi la traduce in monetizzazione. Secondo l’autore il patrimonio culturale necessita di una nuova valorizzazione non pienamente affrontata dall’amministrazione centrale e che invece dovrebbe svilupparsi anche attraverso l’azione congiunta dei soggetti pubblici e privati che intendano affrontare questa sfida. Manacorda parla addirittura di tradimento della Costituzione operata in questi decenni dalla gestione ministeriale del patrimonio, accentrata e discrezionale, di soprusi della pubblica amministrazione guidata da una ristretta cerchia di specialisti. Un nuovo servizio di tutela invece richiede la partecipazione di più soggetti e un ribaltamento di rapporti fra Pubblica Amministrazione e cittadinanza. Le tante inefficienze del sistema dei beni culturali non dipenderebbero quindi dalla mancanze di risorse, intese come fondi e personale, ma dall’assetto dell’amministrazione pubblica che richiede rimedi di natura radicale. Nel volume si sottolinea la necessità di ridurre gli aspetti autoreferenziali, corporativi, per mirare ad organismi a forte vocazione inclusiva, capaci di garantire ricerca, tutela e valorizzazione del patrimonio culturale, ovvero in grado di coordinare autorevolmente tutte le istituzioni pubbliche e private che vogliono concorrere alla valorizzazione del patrimonio culturale.

Manacorda chiede che il patrimonio torni ai cittadini e propone per la tutela e valorizzazione la gestione privata del sistema dei beni culturali, anche soprattutto nei confronti del terzo settore, attraverso un regime di limpida attribuzione di ruoli. Di primo acchito può sembrare il solito voler riversare tutta la responsabilità della crisi sul versante dell’amministrazione pubblica, ma in realtà l’Autore tende a ricono-

scere il valore e la centralità delle funzioni dell'amministrazione dei beni culturali a condizione però che essa cambi e si modifichi. "I cittadini infatti sentono questo loro patrimonio come qualcosa di lontano, inaccessibile, superfluo, quasi un lusso da ricchi, per il quale non hanno voglia di pagare (...) le loro tasse". Dunque il problema è di riconnessione degli italiani con il loro patrimonio, un problema di restituzione di consapevolezza, ricominciare ad educare gli italiani al patrimonio e renderli capaci di leggere e godere del palinsesto di natura, arte e storia che ci circonda. "Occorre dunque far viaggiare gli italiani alla scoperta del loro Paese invertendo le inveterate attitudini di chi dovrebbe contribuire più di altri a questo nobile traguardo, come la consorzeria degli storici dell'arte". L'obiettivo è quindi quello di ricostruire un contesto che aumenti la comprensione e la conoscenza del passato. " (...) e non è solo per pulsione pedagogica che siamo invitati ad affrontarlo. I valori e le prospettive presenti nel tessuto delle nostre città, dei nostri musei, dei nostri paesaggi possono farli diventare, infatti, il cuore di una nuova economia civile. Un circolo virtuoso, che ritrovi e esalti il nesso che lega intimamente il patrimonio culturale e ricerca, sarebbe foriero di inclusione sociale, sviluppo del territorio, crescita civile e occupazione qualificata". Seppure nelle diverse articolazioni, ma in una visione olistica del patrimonio i nostri beni culturali occorre che diventino occasione e strumento di ricchezza anche grazie allo stimolo delle più varie attività economiche. "Quando si parla di redditività dei beni culturali sappiamo ormai che questo conto non può essere calcolato in termini di cassa, ma su scala ben più ampia, in ragione dell'indotto generato dalle attività che ruotano attorno a questo particolare tipo di risorsa, che si misurerà in termini di crescita dell'occupazione e del fatturato nei servizi e nel commercio connessi alla valorizzazione, e quindi in buona misura al turismo di qualità". E più avanti: "Contrapporre cultura e attività economiche significa abdicare dalla grande sfida che abbiamo davanti, che è quella di individuare forme di uno sviluppo sostenibile e di lunga lena basato proprio sulle qualità e le specificità del nostro patrimonio culturale, fatto di paesaggi, monumenti e opere d'arte, e immateriale, fatto di tradizioni e di memoria. Una simile sfida parte dalla convinzione che non sia più possibile continuare in un'opera di isolamento del bene culturale dal tempo e dallo spazio, quasi a proteggerlo da un male in-

curabile della modernità, cioè la dimensione mercantile, nell'ingenua speranza di sottrarlo a un rischio, certo esistente" Ma il rischio non va subito, ma accettato come un'opportunità con la consapevolezza che occorre innanzitutto ampliare la base sociale dei cittadini interessati al patrimonio perché educati e informati di questo. Dunque, proteggere il nostro patrimonio dandogli nuova vita è il fil rouge che lega le pagine di questo intenso e appassionato volume, dove si cerca altresì di fornire soluzioni e opportunità concrete per un futuro migliore dei nostri beni culturali: "Per far questo -è sottolineato in premessa- credo sia davvero necessario intensificare un dialogo pacato tra specialisti diversi (e in fondo, in buona misura, tra colleghi) alla ricerca di una sinergia che dia forza e capacità di persuasione a quella che abbiamo provato a definire come una alleanza degli innovatori".

(Elisabetta Boccia)

