

# ECONOMIA ITALIANA

Fondata da Mario Arcelli

## Crescita economica ed innovazione finanziaria: misure di policy ed effetti sulle imprese italiane

# 2020/3

 **LUISS**

CASMEF Centro Arcelli  
per gli Studi Monetari e Finanziari

UNIVERSITÀ CATTOLICA del Sacro Cuore  
**CESPEM**

Centro Studi di Politica economica  
e monetaria "Mario Arcelli"

# Economia Italiana

Fondata da Mario Arcelli

## COMITATO SCIENTIFICO

*(Editorial board)*

### CO-EDITORS

GIUSEPPE DE ARCANGELIS - Sapienza, Università di Roma

ALBERTO PETRUCCI - LUISS Guido Carli

PAOLA PROFETA - Università Bocconi

### MEMBRI DEL COMITATO *(Associate Editors)*

LORENZO CODOGNO

London School of Economics and Political Science

GIUSEPPE DI TARANTO,

LUISS Guido Carli

STEFANO FANTACONE

Centro Europa Ricerche

GIOVANNI FARESE

Università Europea di Roma

EMMA GALLI

Sapienza, Università di Roma

PAOLO GIORDANI

LUISS Guido Carli

ENRICO GIOVANNINI

Università di Roma "Tor Vergata"

MARCO MAZZOLI

Università degli Studi di Genova

ANDREA MONTANINO

Cassa Depositi e Prestiti

SALVATORE NISTICÒ

Sapienza, Università di Roma

FRANCESCO NUCCI

Sapienza, Università di Roma

ANTONIO ORTOLANI

AIDC

ALESSANDRO PANDIMIGLIO

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" Chieti - Pescara

BENIAMINO QUINTIERI

Università di Roma "Tor Vergata"

PIETRO REICHLIN

LUISS Guido Carli

FABIANO SCHIVARDI

LUISS Guido Carli

MARCO SPALLONE

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" Chieti - Pescara

FRANCESCO TIMPANO

Università Cattolica del Sacro Cuore

GIOVANNA VALLANTI

LUISS Guido Carli

DIRETTORE RESPONSABILE: GIOVANNI PARRILLO

---

## ADVISORY BOARD

### PRESIDENTE

PAOLO GUERRIERI - SAPIENZA, UNIVERSITÀ DI ROMA

### CONSIGLIO

FEDERICO ARCELLI, Center for International Governance Innovation

RICCARDO BARBIERI, Tesoro

CARLO COTTARELLI, Università Cattolica del Sacro Cuore

SERGIO DE NARDIS, Sep-LUISS

GIORGIO DI GIORGIO, Editrice Minerva Bancaria

ANDREA FERRARI, AIDC

EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia

MARCO VALERIO MORELLI, Mercer

ROBERTA PALAZZETTI, British American Tobacco Italia

VLADIMIRO GIACCHÈ, Centro Europa Ricerche

MAURO MICILLO, Intesa Sanpaolo

STEFANO MICOSI, Assonime

ROBERTO MONDUCCI, ISTAT

LUCA PETRONI, DELOITTE

CLAUDIO TORCELLAN, Oliver Wyman

ALBERTO TOSTI, Sara Assicurazioni

# Economia italiana

Fondata da Mario Arcelli



numero 3/2020

Pubblicazione quadrimestrale

Roma

# ECONOMIA ITALIANA

Rivista quadrimestrale fondata nel 1979 da Mario Arcelli

DIRETTORE RESPONSABILE

**Giovanni Parrillo**, Editrice Minerva Bancaria

COMITATO DI REDAZIONE

**Simona D'Amico** (*coordinamento editoriale*)

**Francesco Baldi**

**Nicola Borri**

**Guido Traficante**

**Ugo Zannini**

*(Pubblicità inferiore al 70%)*

Autorizzazione Tribunale di Roma n. 43/1991

ISSN: 0392-775X

Gli articoli firmati o siglati rispecchiano soltanto il pensiero dell'Autore e non impegnano la Direzione della Rivista.

I *saggi* della parte monografica sono a invito o pervengono a seguito di call for papers e sono valutati dall'editor del numero.

I *contributi* vengono valutati anonimamente da due referee individuati dagli editor o dalla direzione e redazione tra i membri del Comitato Scientifico.

Le *rubriche* sono sottoposte al vaglio della direzione/redazione.

Finito di stampare nel mese di febbraio 2021 presso Press Up, Roma.

**[www.economiaitaliana.org](http://www.economiaitaliana.org)**

---

## **Editrice Minerva Bancaria srl**

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma  
[redazione@economiaitaliana.org](mailto:redazione@economiaitaliana.org)

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.  
presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa  
Massimo, 29 - 00161 - Roma -  
[amministrazione@editriceminervabancaria.it](mailto:amministrazione@editriceminervabancaria.it)

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

# Sommario

Crescita economica  
ed innovazione finanziaria:  
misure di policy ed effetti  
sulle imprese italiane

## EDITORIALE

- 5 Innovare nella finanza per crescere di più in Italia:  
quali prospettive?  
Giuseppe De Arcangelis e Alberto Petrucci

## SAGGI

- 15 Crescita e innovazione finanziaria:  
un binomio necessario ma instabile  
Giovanni Ferri
- 51 Il *direct lending* alle imprese da parte delle compagnie assicurative:  
regole, opportunità ed implicazioni di *policy* per l'industria italiana  
Francesco Baldi; Evita Allodi; Elisa Bocchialini; Claudio Cacciamani
- 81 Chi emette minibond? Motivazioni e risultati  
Danilo Abis; Marina Damilano; Paola De Vincentiis; Patrizia Pia
- 107 Venture capital: nuove logiche di investimento sui mercati globali  
e misure di policy per l'ecosistema italiano dell'innovazione  
Francesco Baldi; Diego Peano

## **RUBRICHE**

- 155 Finanziamento all'innovazione: generare opportunità  
anche in periodi di crisi  
Paola Papanicolaou
- 161 Il Fondo Nazionale Innovazione: finalità e prime realizzazioni  
Francesca Bria
- 167 Elenco dei Referees che hanno valutato i Saggi e i Contributi  
(anni 2017/18/19/20)

# Crescita e innovazione finanziaria: un binomio necessario ma instabile

Giovanni Ferri\*

## Sintesi

Il binomio tra crescita e innovazione finanziaria è necessario ma instabile. La finanza è benefica se migliora le allocazioni dell'economia, stimola l'innovazione, amplia e approfondisce i mercati, mentre nuoce se produce instabilità o concorre a rendere la società insopportabilmente disuguale.

Si argomenta che identificare un nesso causale dalla finanza alla crescita è questione complessa ma, in generale, la risposta è positiva. Nondimeno, deregolamentazione e liberalizzazione si associano anche a crescente instabilità finanziaria. È poi arduo stabilire il punto ottimale nel *tradeoff* tra innovazione finanziaria – che innalza la crescita – e instabilità finanziaria – che distrugge ricchezza – anche perché vi sono ampi effetti distributivi. Secondo la letteratura più recente, i nessi tra innovazione finanziaria, inclusione finanziaria e disuguaglianza evidenziano che, almeno oltre una certa soglia, lo sviluppo finanziario si associa a maggiore disuguaglianza. Bisogna quindi distinguere tra le innovazioni finanziarie pro-inclusione finanziaria, di natura benefica, e le altre; occorre anche valutare Fintech: la tecnologia digitale alla base dell'intensa ondata di innovazione finanziaria, che apre grandi opportunità ma solleva pure sfide non trascurabili. Infine, si descrive un possibile scenario favorevole in cui la finanza abbandona la fase 'predatoria' – i profitti di breve periodo – per evolvere verso la fase 'responsabile' – in cui diviene strumento essenziale per accelerare la transizione sostenibile, assecondando l'*European Green Deal*, contribuendo a costruire valore di lungo periodo.

\* LUMSA; Center for Relationship Banking & Economics (CeRBE); Money & Finance Research (MoFiR); g.ferri@lumsa.it

## **Abstract - Growth and financial innovation: a necessary but unstable couple**

*The combination of growth and financial innovation is necessary but unstable. Finance is beneficial if it improves the economy's allocation, stimulates innovation, expands and deepens the markets, while it is harmful if it produces instability or contributes to making society unbearably unequal.*

*We argue that identifying a causal link from finance to growth is a complex question but, in general, the answer is positive. Nonetheless, it is evident that deregulation and liberalization are also associated with growing financial instability. It is then difficult to establish the optimum point in the tradeoff between financial innovation – which raises growth – and financial instability – which destroys wealth –, also because there are wide distributional effects. Thus, we discuss the links between financial innovation, financial inclusion and inequality, highlighting that, according to recent literature, at least beyond a certain threshold, financial development is associated with greater inequality. It is therefore necessary to distinguish between those financial innovations favoring financial inclusion, of a beneficial nature, and the others. We also need to evaluate its main enabling factor: the digital technology at the basis of the intense wave of Fintech financial innovation, which opens up great opportunities but also raises non-negligible challenges. Finally, we describe a possible favorable scenario in which finance abandons the 'predatory' phase – short-term profits – to evolve towards the 'responsible' phase – in which it becomes an essential tool to accelerate the sustainable transition, supporting the European Green Deal, helping to build long-term value.*

**JEL Classification:** G00; G01; G18; G28; G29; D6; D63; Q01.

**Parole chiave:** Innovazione Finanziaria; Crescita; Instabilità Finanziaria; Regolamentazione Finanziaria; Disuguaglianza; Fintech; Finanza Sostenibile; Transizione Sostenibile.

**Keywords:** *Financial Innovation; Growth; Financial Instability; Financial Regulation; Inequality; Fintech; Sustainable Finance; Sustainable Transition.*



## **1. Introduzione**

Pochi mettono in dubbio l'esistenza di un legame tra la finanza – e, dunque, l'innovazione finanziaria – e la crescita economica. La questione più dibattuta, di solito, è se la finanza causi (preceda) o sia causata dalla (segua la) crescita. La questione del nesso di causalità diretto, finanza-crescita, o inverso, crescita-finanza, la si può far risalire al dibattito a distanza tra Schumpeter (1959) – sostenitore del legame diretto – e Joan Robinson (1952) – fautrice del nesso inverso. Montagne di volumi e articoli sono stati scritti sull'argomento, tanto che sarebbe presuntuoso e inutile tentare di renderne conto. Perciò, nel paragrafo 2 proverò a dare l'essenza di questo acceso dibattito basandomi sul contributo di uno dei principali esperti sul tema (Levine, 2003, 2005), limitandomi a qualche aggiornamento dei più significativi. A dirimere la questione del senso di causalità, piuttosto che i modelli teorici, aiutano sempre più sofisticate analisi condotte su dati sia aggregati, che settoriali, che a livello di singoli operatori economici, analisi che sono di recente proliferate.

A seguire, nel paragrafo 3 introdurrò la questione dell'instabilità finanziaria. Se, infatti, fino alla Crisi Finanziaria Globale (CFG) del 2008-2009 gli osservatori meno esperti potevano pensare che il problema riguardasse solo la periferia del sistema economico – dalle crisi dei Paesi in via di sviluppo, a partire dagli anni 1980, fino a quelle delle Tigri asiatiche del 1997-1998 – il problema dell'instabilità della finanza si è posto in tutta evidenza quando la crisi è venuta dagli Stati Uniti, il cuore dell'economia mondiale. In aggiunta, pochi anni dopo, ha preoccupato assai la variante europea di crisi finanziaria sistemica, quella delle crisi euro-sovrane. Tornerò perciò a sollevare alcune domande sulla possibile esistenza di un Ciclo economico-politico della finanza. In tale quadro, deregolamentazione, liberalizzazione e innovazione finanziarie sono viste come elementi concatenati rispondenti a un ordine superiore: quello di funzionalizzare la finanza a cogliere le opportunità dischiuse dall'apertura del mercato globale e dall'innovazione tecnologica. In questa visione, gli sviluppi della finanza – a prescindere dal senso di causalità – sono collegati

all'esigenza di liberare le forze di mercato nell'intera economia. Deregolamentare e liberalizzare la finanza, tuttavia, può quasi fisiologicamente accrescerne l'instabilità e a ciò possono contribuire anche certe tipologie di innovazione finanziaria. Stabilire quale sia il punto ottimale nel *tradeoff* tra innovazione finanziaria – che innalza la crescita – e instabilità finanziaria – che distrugge ricchezza – è compito arduo, anche perché possono esservi ampi effetti distributivi, con una parte piccola della società (es. i CEO) che beneficia di più da quella crescita e un'altra parte più ampia (es. i *taxpayers*) che sopporta maggiormente il costo dell'instabilità finanziaria. Questo determina un potenziale iato tra crescita economica e benessere della società.

Nel paragrafo 4, le argomentazioni precedenti mi porteranno a riflettere in modo più articolato sui nessi tra innovazione finanziaria, inclusione finanziaria e disuguaglianza. Ciò corrisponde a una metamorfosi che si osserva anche nella letteratura economica. Infatti, mentre una volta prevaleva la visione che lo sviluppo finanziario contribuisse sempre a ridurre la disuguaglianza nella distribuzione dei redditi e della ricchezza, negli anni recenti predomina l'idea che, almeno oltre una certa soglia, ulteriori progressi dello sviluppo finanziario si associno a un ampliamento della disuguaglianza. Occorrerà allora distinguere tra quelle innovazioni finanziarie che, a un estremo, svolgono un ruolo benefico favorendo l'inclusione finanziaria e, all'altro estremo, quelle che, invece, rafforzano gli attori propensi a estrarre vari tipi di rendita, esasperando così le disuguaglianze nella società. Ovviamente, le innovazioni finanziarie del primo (secondo) tipo sono benefiche (malefiche) per la società. Ciò suggerisce che per giudicare qualsiasi innovazione finanziaria – benefica o malefica – si debba prima comprenderne a fondo i dettagli e il contesto in cui opera.

Ma nel valutare oggi l'innovazione finanziaria non si può sfuggire dal considerare quello che ne è il principale fattore abilitante: la tecnologia. Sono in specie le tecnologie dell'informazione e della comunicazione e quelle digitali che oggi animano l'intensa ondata di innovazione finanziaria che va sotto il nome di Fintech. Perciò, nel paragrafo 5 mi soffermerò a discutere le

principali opportunità e sfide che si pongono per il Fintech, collegando il ragionamento alle considerazioni precedenti sul contributo che la finanza deve dare non solo ad accrescere la ricchezza di alcuni ma anche il benessere della società nel suo complesso.

Completaré il percorso del mio ragionamento nel paragrafo 6 descrivendo un possibile scenario favorevole: quello in cui la finanza, anche grazie alle sue intense innovazioni, abbandona la fase ‘predatoria’ – in cui ricercava solo profitti di breve periodo – per evolvere verso la fase ‘responsabile’ – in cui si trasforma nello strumento essenziale per accelerare la transizione sostenibile. Non si tratta solo di un auspicio per chiudere in bellezza. La necessità impellente di accelerare la transizione sostenibile è evidenziata sia sul lato ambientale – dai crescenti costi del riscaldamento globale – che su quello sociale – dall’ampliarsi delle disuguaglianze distributive e dall’esigenza di rafforzare i presidi sanitari pubblici anche contro le pandemie. In questo, dopo i voti insufficienti presi al tempo delle crisi euro-sovrane, l’Unione Europea merita un apprezzamento. Nell’intento di accelerare la transizione allo sviluppo sostenibile, l’*European Green Deal* segna una rotta precisa verso una finanza più responsabile. I divieti e gli incentivi che ne conseguiranno (e condizionalità analoghe si prefigurano anche per i fondi per la ripresa economica post-Covid19, *Next Generation EU* etc.) contribuiranno non solo a trasformare la BEI in Banca per il clima, ma anche, in termini più generali, a favorire un tipo di finanza – e le connesse innovazioni finanziarie – che mirano a costruire valore di lungo periodo.

Nel paragrafo 7 riassumerò il filo rosso che si è dipanato lungo tutto il saggio. La finanza è uno strumento e, come qualsiasi strumento, può fare del bene, se usata e incanalata in modo appropriato, oppure provocare distorsioni dannose nella società, se abbandonata alla mercé di istinti predatori. La regolamentazione è necessaria perché l’innovazione finanziaria dia i suoi frutti benefici. Ciò potrà essere conseguito meglio dando incentivi che imponendo divieti. Incentivi adeguati possono guidare l’innovazione finanziaria ad accrescere il benessere sociale senza provocare instabilità finanziarie diffuse. L’esem-

pio è oggi offerto dall'Unione Europea, che ha lanciato il Piano d'azione sulla finanza sostenibile e si prepara ad applicarlo con l'*European Green Deal* e le altre politiche di accompagnamento alla transizione sostenibile.

## 2. La difficile identificazione dei nessi finanza-crescita

Levine (2003, 2005) proponeva una rassegna dei principali contributi empirici sulla relazione tra sviluppo finanziario e crescita economica, concentrandosi in particolare sugli studi effettuati su dati cross-country, panel e microeconomici. In primis, osservava che ciascuna metodologia ha pro e contro nell'esaminare il nesso tra sviluppo finanziario e crescita economica. I lavori cross-country studiano ampi insiemi di paesi e di variabili su serie temporali e, perciò, si concentrano sulla crescita di lungo periodo. I lavori panel migliorano la robustezza econometrica di quelli cross-country, sfruttando meglio la dimensione temporale, però si espongono ai potenziali effetti ciclici o di breve periodo. I lavori microeconomici studiano i canali specifici attraverso cui la finanza può influenzare l'attività economica e sono i contributi più appropriati a identificare relazioni causali finanza-crescita, ma formulano molte ipotesi – esplicite o implicite – difficilmente verificabili, che ne rendono i risultati poco generalizzabili. Un problema aggiuntivo che evidenziava Levine è che i contributi su finanza-crescita si affidano a *proxies* che misurano lo sviluppo finanziario in modo indiretto e forse impreciso (es. credito al settore privato/PIL o capitalizzazione di borsa/PIL) mentre la teoria suggerisce che la finanza influenza la crescita attenuando i costi di informazione e transazione – migliorando così l'allocatione dei capitali, la *governance* aziendale, il *risk management* e il funzionamento dei mercati finanziari –, funzioni che sfuggono alla misurazione con le *proxies* tradizionali.

Levine concludeva che, nonostante i loro pro e contro, le differenti metodologie approdano ad alcuni risultati tra loro coerenti:

- i) La crescita tende a essere più alta nei paesi dotati di sistemi finanziari più sviluppati. In particolare, arrecano benefici alla crescita sia dimensioni maggiori del sistema bancario sia maggiore liquidità del mercato di borsa e non conta se il paese ha un sistema finanziario basato sulle banche o sui mercati. Ciò appare in linea con l'ipotesi di complementarità tra banche e mercati finanziari (Allen e Gale, 2000).
- ii) I risultati precedenti non sembrano dipendere da una distorsione di simultaneità, cioè quella finanza-crescita sarebbe una genuina relazione di causalità e non sarebbe affetta da causalità inversa crescita-finanza. In altri termini, non è la crescita più alta che fa sviluppare di più i sistemi finanziari nazionali.
- iii) I sistemi finanziari più sviluppati riducono i vincoli nell'accesso ai finanziamenti esterni, che altrimenti ostacolerebbero l'espansione delle singole imprese e delle varie industrie, suggerendo che questo è un meccanismo attraverso il quale lo sviluppo finanziario influenza la crescita economica.

Sono queste le tre conclusioni principali cui approdava Levine nella sua rassegna della letteratura: pur notando che non vi è piena unanimità, la letteratura a sostegno di questi risultati è nettamente prevalente. Di conseguenza, lo studioso invitava a studiare le determinanti dei sistemi finanziari ben funzionanti, distinguendo due principali filoni: a) le leggi e regolamentazioni che plasmano in modo diretto l'operato dei sistemi finanziari; b) le più generali determinanti indirette dello sviluppo finanziario, di natura politica, storica e istituzionale.

Relativamente al primo filone, Levine faceva riferimento all'ampia letteratura sull'origine dei sistemi legali che, configurando diversi livelli di protezione dei creditori e degli azionisti di minoranza, ha effetti sullo sviluppo finanziario (La Porta et al., 1998). Un altro riferimento era al ruolo della regolamentazione e supervisione bancarie sull'operatività delle banche (Levine e Barth, 2001).

Sul secondo filone, Levine si riferiva agli studi delle forze sottostanti alla

base di leggi, regole e istituzioni che plasmano le regole del gioco in cui si muove la finanza. Tra questi studi, menzionava quello di Rajan e Zingales (2004), su come le forze economico-politiche possono indurre i governi a reprimere o incoraggiare lo sviluppo finanziario, quello di Guiso et al. (2004), sul ruolo del capitale sociale nel plasmare i sistemi finanziari, nonché quello di Acemoglu et al. (2001), sul ruolo delle eredità geografiche per la formazione di istituzioni durature che foggiano i sistemi finanziari.

Per aggiornare i contributi di Levine, possiamo fare riferimento a Popov (2018), il quale parte dalla considerazione che la CFG del 2008-09 ha rafforzato la visione che la finanza può degenerare in un'attività estrattiva di rendita (Zingales, 2015) e piantare i semi di crisi finanziarie future (Schularick e Taylor, 2012; Mian e Sufi, 2014), con implicazioni negative per la crescita di lungo periodo e il benessere sociale. E, non a caso, all'indomani della CFG la finanza è stata biasimata apertamente per aver causato la seguente Grande Recessione ed è evaporata la fiducia del pubblico nei banchieri (Sapienza e Zingales, 2012; Ferri, 2015).

Nonostante questo *caveat* iniziale, la sua rassegna porta Popov a quattro conclusioni principali:

- i) La maggior parte dell'evidenza storica indica che in media lo sviluppo finanziario ha un impatto positivo e lineare sulla crescita economica. Ciò deriva da studi basati su dati aggregati, su dati a livello di industria e su dati a livello d'impresa. I risultati sono robusti rispetto alla scelta del periodo temporale delle verifiche, al fatto che i campioni di paesi considerati siano industrializzati o economie emergenti e rispetto alla scelta di numerose tecniche econometriche per identificare le relazioni causali tra sviluppo finanziario ed economico. In particolare, Popov osserva che il crescente uso, negli studi più recenti, di dati a livello micro ha consentito di migliorare notevolmente l'identificazione dell'impatto della finanza sulla crescita.
- ii) Studi più recenti mettono in dubbio che gli effetti dello sviluppo finan-

ziario sulla crescita economica siano non solo positivi ma anche lineari. Vari lavori indicano l'esistenza di non-linearità nel legame finanza-crescita e confrontano vari tipi di attività finanziarie in relazione al loro impatto sulla crescita, concludendo che gli effetti positivi si esauriscono oltre un certo livello di sviluppo finanziario. Tra le potenziali spiegazioni di tale effetto offerte in questi lavori figurano: una fuga di cervelli dal settore reale a quello finanziario (giustificato dalle remunerazioni superiori nel secondo), l'esistenza di un *tradeoff* tra crescita e fragilità che è amplificata dallo sviluppo finanziario e il fatto che certi tipi di finanza – es. i mutui – sono meno propulsivi in termini di sviluppo economico sostenibile di altri tipi di finanza – come il credito alle imprese. Tutto ciò ha ovvie conseguenze sull'impostazione ottimale di regole e supervisione della finanza.

- iii) La letteratura più recente suggerisce che, al crescere del PIL pro capite, le strutture finanziarie tendono verso la finanza non bancaria e che il contributo marginale delle banche alla crescita economica cala, mentre quello della finanza di mercato si amplia, con lo sviluppo economico, soprattutto perché essa è più efficace nel promuovere l'innovazione e la produttività.
- iv) Vari aspetti dello sviluppo finanziario possono avere un impatto sociale non trascurabile, ad esempio nel ridurre la disparità di genere e nel favorire l'inclusione sociale, mentre il ruolo dello sviluppo finanziario nel favorire l'accumulazione del capitale umano appare ambiguo.

### **3. Instabilità finanziaria: esiste un Ciclo economico-politico della finanza?**

Appena scoppiò la CFG alcuni autori proposero il ciclo economico-politico della finanza come schema teorico per interpretare gli eventi che hanno portato al collasso il sistema finanziario internazionale (D'Apice e Ferri, 2009).

La storia dei sistemi economici capitalistici mostra il persistente contrasto tra regolamentazione e libero mercato, laddove ai *policymakers* si pone un arduo *tradeoff* tra stabilità finanziaria e crescita economica. Nelle fasi dominate dalla regolamentazione, l'accento posto sull'obiettivo della stabilità motiva il profondo intervento pubblico nell'economia. Quando domina il libero mercato, invece, l'accento posto sulla crescita economica promuove innovazione finanziaria, deregolamentazione e globalizzazione. Per i *policymakers* è difficile trovare il punto ottimale del *tradeoff* e si osserva spesso un avvicendamento tra le due visioni opposte. Ciò evoca l'esistenza dei cicli economico-politici della finanza che partono dopo lo scoppio di una crisi epocale e finiscono allo scoppio della crisi epocale successiva.

In questa ipotesi, il ciclo si avvia con la risoluzione della crisi finanziaria sistemica che, di solito, implica due classi di azioni. In primis, l'intervento pubblico nel salvataggio delle istituzioni finanziarie più fragili, così da salvaguardare la fiducia dei risparmiatori e ristabilire l'andamento ordinato del mercato creditizio. Inoltre, si devono rivedere le regole che presiedono all'intera struttura dell'economia di mercato e, in specie, la finanza, creando un sistema normativo adatto a massimizzare la stabilità finanziaria, con regole più rigide che dopo varranno pure per gli altri settori. Si osserva poi un mutamento nell'articolazione geografica della produzione e del commercio, che recedono da un campo globale a uno nazionale, innescando il fenomeno della de-globalizzazione. Sulla scala internazionale, la riforma della finanza può associarsi alla realizzazione di un nuovo ordine monetario, basato sulla valuta della potenza economica che risulta dominante dopo la crisi, che diventa il riferimento per gli scambi internazionali.

Però, nel tempo, il quadro regolamentare comincia a smarrire la sua coerenza iniziale e l'economia si avvia a essere sempre meno controllata. Questa trasformazione ha tre cardini primari. Per primo, il sistema finanziario, per propria natura, tende a produrre incessante innovazione che, se nasce per eludere le regole, fa emergere buchi nel quadro normativo. Inoltre, l'affiorare di nuovi mercati richiede il sostegno di tipologie finanziarie diverse da quel-



le considerate dalle regole vigenti. Infine, nelle correnti di pensiero tende a prevalere il sostegno alle politiche liberiste (Leijonhufvud, 2009). Insieme i tre cardini inducono innovazione finanziaria, deregolamentazione e globalizzazione.

Sfortunatamente, al ridursi delle regole in genere segue l'aumento dell'instabilità finanziaria. Inevitabilmente, mercati sempre più liberi inducono squilibri e inefficienze nella formazione dei prezzi che causano una cattiva allocazione delle risorse. Questo si verifica quando si propagano aspettative troppo ottimistiche sulla crescita dei prezzi. Il fenomeno genera pericoli allorché il sistema finanziario sostiene quelle aspettative, accrescendo oltremodo l'indebitamento nell'economia. È allora che, secondo Minsky (1982), nasce la bolla speculativa di cui purtroppo ci si accorge solo dopo. La crisi sistemica con cui il ciclo termina può non essere un solo evento, ma presentarsi come la chiusa di una serie di crisi che, nel tempo, si aggravano in frequenza e intensità. In effetti, allorché il sistema economico si muove dentro alla bolla speculativa, i primi interventi dello Stato per stabilizzare la finanza possono al contrario risultare destabilizzanti (Vercelli, 2001). Ciò avviene in quanto, come rileva Kindleberger (1978), l'avvento del prestito di ultima istanza per salvare le banche fragili può inopinatamente accrescere l'azzardo morale. Ritenendosi certi che vi sarà un salvataggio pubblico dalla crisi, le banche hanno ancor più incentivi a investire in attività rischiose, accelerando il rischio sistemico e costruendo le condizioni per successive crisi ancora più grandi. La progressione prosegue fin quando si giunge alla crisi epocale che, chiudendo il ciclo economico-politico, avvia un intenso processo di riforma della finanza.

Nella storia del capitalismo si possono cogliere vari cicli economico-politici della finanza, puntualizzati da Dagher (2018). Si può ritenere che l'ultimo di questi cicli sia stato quello avviato dopo la Grande Depressione e terminato, forse, con la CFG. In effetti, negli anni Trenta quasi tutti i paesi avevano disegnato un quadro di regole consistente per la stabilità finanziaria interna. All'indomani della Seconda guerra mondiale, il quadro è stato completato con la definizione del nuovo ordine monetario internazionale basato sul dol-

laro USA, assetto che per molti decenni ha assicurato la stabilità finanziaria mondiale.

Tuttavia, dopo la revoca del *Gold exchange standard*, dai primi anni 1970 innovazione finanziaria, deregolamentazione e globalizzazione hanno via via sbriciolato l'efficacia del quadro delle regole. L'inizio dell'indebolimento appariva nel decennio successivo con le crisi del debito dell'America Latina. L'instabilità si intensifica negli anni 1990 allorché in Messico, vari Paesi dell'Asia orientale, Russia e altri Paesi emergenti scoppiano crisi finanziarie sistemiche. Ultimo, ma non meno rilevante, *Long-Term Capital Management* (LTCM) – l'*hedge fund* ritenuto la stella di *Wall Street* – sfiora la bancarotta ed è salvato per scongiurare l'effetto domino nella finanza. È qui che si realizza un cambio di passo. Nel 2001 esplose la bolla dot.com portando le fibrillazioni dalla periferia al centro del sistema finanziario. E i salvataggi attuati allora si rivelano destabilizzanti. Infatti, con il beneficio dell'inventario, si può riconoscere ex post che il salvataggio di LTCM (1998) e il forte calo dei tassi d'interesse attuato dalla Fed dal 2001, mancando un irrigidimento delle regole della finanza, pongono le basi per lo scoppio della CFG. Le scelte della Fed, all'epilogo del ciclo, dipendevano da un'eccessiva fiducia nei benefici dei mercati liberi e nella capacità dei mercati di autoregolarsi. Peraltro, ciò trascurava gli sviluppi conseguiti da altre scuole di pensiero, come ad esempio il filone di analisi guidato da Stiglitz sulle asimmetrie informative come causa di possibili fallimenti di mercato. Dagli anni 1990, infatti, si era diffusa la convinzione che la regolamentazione in vigore ostacolasse all'innovazione e, quindi, la crescita economica. Le regole della finanza venivano così via via indebolite. In questa fase si è confuso il termine "mercati liberi" con "mercati senza regole", il che ha aggravato notevolmente il processo di deterioramento del quadro normativo.

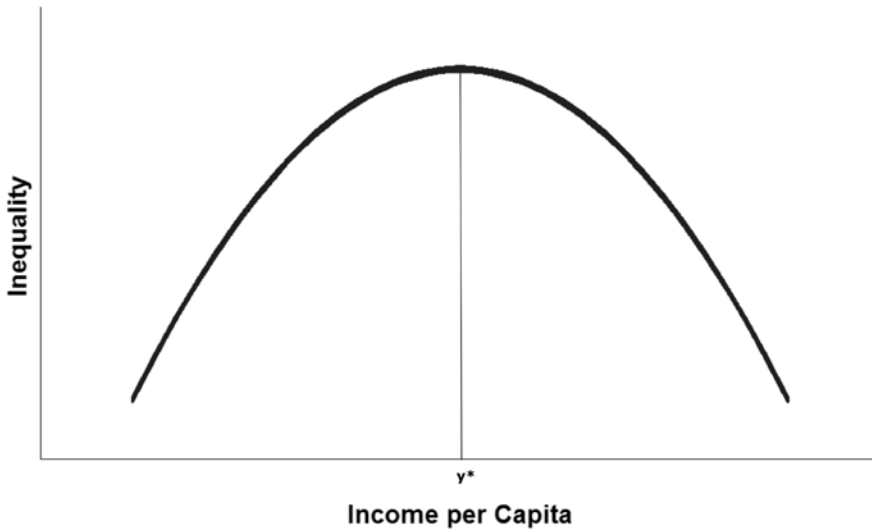
La CFG, per severità senza precedenti dai tempi della Grande Depressione, poteva essere l'atto che chiudeva il ciclo economico-politico della finanza.

L'iniziale richiamo delle autorità a un'incisiva riforma regolamentare pareva confermare l'ipotesi. Il seguente indebolimento della riforma, specie negli USA, lascia perplessi sulla sua effettiva capacità di ristabilire un quadro normativo capace di assicurare un nuovo periodo di stabilità finanziaria (Haldane e Madouros, 2012; Ferri, 2015).

#### 4. Innovazione finanziaria, inclusione finanziaria e disuguaglianza

La relazione tra innovazione finanziaria e disuguaglianza passa attraverso il contributo che la finanza dà alla crescita e le modalità con cui la crescita impatta la disuguaglianza stessa. Perciò, conviene partire dalla relazione tra crescita e disuguaglianza, per approdare successivamente alla relazione tra sviluppo finanziario e disuguaglianza.

Figura 1 La Kuznets Curve



La questione fondamentale è se la crescita economica riduca la disuguaglianza nella distribuzione dei redditi e della ricchezza. Secondo Simon Kuznets, premio Nobel per l'economia nel 1971, la relazione tra disuguaglianza e crescita del reddito pro capite seguirebbe un andamento temporale a U rovesciata: nelle fasi iniziali di innesco dello sviluppo economico di un Paese la disuguaglianza cresce, per poi raggiungere un massimo oltre il quale la curva inizia a scendere. Per Kuznets, infatti, quando si avvia l'industrializzazione, le aree rurali sono meno diseguali e hanno un livello medio di reddito inferiore a quello delle aree urbane. Perciò, l'urbanizzazione provoca più disuguaglianza. Nondimeno, di seguito, quando crescono le nuove generazioni di gente originariamente rurale e poi urbanizzata, questi giovani possono sfruttare le possibilità urbane. I salari degli strati a reddito più basso crescono e cala la disuguaglianza totale. Così, ulteriori incrementi del reddito pro capite ridurrebbero la disuguaglianza. In figura 1 il punto  $y^*$  rappresenta lo specifico livello del reddito pro capite in cui si verifica tale cambiamento da pendenza positiva a pendenza negativa. La buona notizia è che, a mano a mano che il Paese diviene più ricco, alla fine la disuguaglianza si riduce. Pur essendo la curva differente da Paese a Paese, la disuguaglianza prima cresce, ma poi si riduce.

Può aiutarci a comprendere questo fenomeno il caso emblematico della Cina. La Cina è stata a lungo a sinistra del punto  $y^*$  nel grafico e, quindi, lo strepitoso successo di crescita si è associato a un aumento della disuguaglianza. Ma qual è il perché dietro alla curva di Kuznets? Nei Paesi poveri i proprietari degli scarsi capitali guadagnano rendimenti molto alti. Infatti, per aver successo è necessario avvalersi di talenti che sono scarsi e coinvolgerli richiede di dar loro alti compensi, mentre di lavoratori non qualificati ce n'è in abbondanza. Perciò, i salari di questi ultimi sono bassi, mentre i rendimenti del capitale sono elevati e ciò stimola la crescita economica, ma innalzando per un po' la disuguaglianza. Successivamente, allorché il Paese diventa ricco, il capitale diviene abbondante. Il capitale viene accumulato come nel modello di crescita di Solow e il suo rendimento cala. La produttività marginale del capitale scende, mentre il lavoro, il capitale umano, diviene scarso e si accresco-

no i salari così che, a quel punto, la disuguaglianza tende a ridursi.

Questa narrazione implica che, quando si confrontano i vari Paesi, si può grossomodo tracciare una curva simile a quella di Kuznets, perché si osserva che nei Paesi più poveri la disuguaglianza è bassa, poi essa cresce, ma alla fine si riduce. Così che il livello di disuguaglianza è minore nei Paesi ricchi che nei Paesi con livello intermedio di reddito pro capite. Tuttavia, è evidente che la disuguaglianza è aumentata in molti Paesi ricchi nei decenni più recenti, specialmente negli USA, con conseguenze anche sul piano politico, e ciò contrasta con la visione evolutiva proposta da Kuznets.

Arrivando ora alla relazione tra innovazione finanziaria e disuguaglianza, le due domande principali sono: i) lo sviluppo finanziario influenza sempre la crescita?; ii) i benefici della crescita penetrano velocemente nella società?

Sulla prima, in generale, ci si aspetta che lo sviluppo finanziario aumenti la crescita migliorando l'efficienza nell'allocazione dei capitali e riducendo i vincoli finanziari (Levine, 2003 e 2005; Popov, 2018). Però, questa letteratura trascura la questione di quali parti della società traggono beneficio dalla crescita permessa dallo sviluppo finanziario, soprattutto se si risponde negativamente alla seconda domanda. In effetti, la crescita permessa dallo sviluppo finanziario favorisce i poveri se crea più opportunità di impiego, ma beneficia invece sproporzionatamente i ricchi se si trasforma prevalentemente in più profitti. Più controverse sono, invece, le risposte alla seconda questione.

I riferimenti teorici su sviluppo finanziario e disuguaglianza seguono il ragionamento successivo. In primo luogo, va considerato che lo sviluppo finanziario è proprio un fattore a supporto dell'ipotesi di Kuznets sulle possibilità urbane, perché abilita i migranti precedentemente poveri a scegliere il proprio livello di istruzione e avviare le proprie imprese, senza dipendere dalla ricchezza ereditata. Perciò, la teoria economica prevede un impatto negativo dello sviluppo finanziario sulla disuguaglianza nella distribuzione dei redditi. Lo sviluppo finanziario promuove la libertà nella scelta sui livelli di istruzione e avvio di attività economiche. Siccome ambedue elevano la crescita e questa genera posti di lavoro, il reddito medio sale e la disuguaglianza cala.

Possiamo identificare tre principali contributi teorici sul nesso tra innovazione finanziaria e disuguaglianza: Banerjee e Newman (1993), Galor e Zeira (1993) e Greenwood e Jovanovic (1990). Riguardo alla forma del nesso, mentre i primi due prevedono che più sviluppo finanziario riduce sempre la disuguaglianza, il terzo lavoro pronostica una curva a U rovesciata poiché la disuguaglianza dei redditi cresce nelle fasi iniziali quando solo una piccola frazione della società trae beneficio dallo sviluppo finanziario, ma poi, oltre un certo livello, lo sviluppo finanziario promuove la riduzione della disuguaglianza. Mentre i meccanismi specifici retrostanti queste previsioni dei modelli teorici differiscono, la ragione di fondo per cui il maggiore sviluppo finanziario – almeno oltre una certa soglia – riduce la disuguaglianza è sempre che più disponibilità di credito permette alle scelte delle famiglie di dipendere più dall'efficienza economica e meno dalla ricchezza ereditata.

Se la teoria concorda sostanzialmente sul nesso negativo – almeno oltre una certa soglia –, l'evidenza empirica è invece discorde. Da un lato, Clarke et al. (2006) e Beck et al. (2007) supportano la previsione di un effetto lineare negativo dello sviluppo finanziario sulla disuguaglianza, in linea con Banerjee e Newman (1993) e Galor e Zeira (1993). Dall'altro, studi più recenti (Jau-motte et al., 2013 e Jauch e Watzka, 2016) trovano che più finanza aumenta la disuguaglianza. Queste ultime evidenze suggerirebbero una curva a U (l'opposto di quella di Kuznets) invece della relazione lineare prevista da Banerjee e Newman (1993) e Galor e Zeira (1993) e l'opposto della curva a U rovesciata prognosticata da Greenwood e Jovanovic (1990).

Riceve crescente supporto l'idea che, oltre una certa soglia, lo sviluppo finanziario favorisca in specie i redditi più alti. Sono stati proposti vari canali attraverso i quali ciò si realizzerebbe. In particolare, la disuguaglianza salirebbe anche per la forte crescita nei compensi del top management (Kay, 2016). Dal canto suo, Rajan (2010) ritiene che la stagnazione dei salari e l'incremento della disuguaglianza dei redditi negli USA prima della CFG abbia incoraggiato le famiglie con redditi medio/bassi a indebitarsi per sostenere i propri livelli di consumo. A sua volta, il crescente indebitamento ha ampliato

i trasferimenti di reddito dalle famiglie indebitate a quelle più ricche – che fornivano quei finanziamenti – esacerbando così la disuguaglianza. Infine, Stiglitz (2016) identifica tre canali principali in cui lo sviluppo finanziario accresce la disuguaglianza dei redditi:

- i) Estrazione della rendita e redditi apicali: i mega compensi dei CEO nel settore finanziario (Philippon e Reshef, 2012; Bebhuk et al., 2010) e la garanzia implicita dovuta alla distorsione *Too Big To Fail* per le istituzioni finanziarie più grandi (Baker e Mc Arthur, 2009);
- ii) Più credito dalle banche e dai mercati finanziari può generare *boom-bust cycles*. Coloro che hanno accesso alla finanza (tipicamente i più ricchi) possono acquistare queste attività finanziarie, usandole come garanzie collaterali. Quando la bolla si gonfia, aumenta anche la loro ricchezza e la disuguaglianza nella società (Guzman e Stiglitz, 2016);
- iii) Ad accrescere la disuguaglianza contribuiscono anche le pratiche discriminatorie e predatorie nel credito ai ranghi inferiori della società (Stiglitz, 2015).

L'analisi empirica di Brei et al. (2018) studia la relazione tra sviluppo finanziario e disuguaglianza tenendo conto della struttura finanziaria (banche vs mercati) e ammettendo non-linearità nel nesso finanza-disuguaglianza. Nello specifico, il lavoro si pone quattro domande principali: a) lo sviluppo finanziario influenza la disuguaglianza?; b) la struttura finanziaria è rilevante al proposito?; c) esiste una relazione non-lineare (con cambio di segno a una certa soglia)?; d) tale relazione non-lineare è differente per la finanza bancaria vs quella di mercato? Usando un panel di 97 Paesi avanzati ed emergenti, lo studio ottiene i seguenti risultati principali. Primo, lo sviluppo finanziario influisce sulla disuguaglianza nella distribuzione dei redditi. Secondo, il nesso differisce per la finanza delle banche vs quella di mercato. Terzo, in effetti, la relazione non è monotonica. Contrariamente alle previsioni di Greenwood e Jovanovic (1990), ma concordando con recenti evidenze di disuguaglianza crescente nelle economie finanziariamente avanzate (Piketty, 2014), gli autori

identificano una curva a U per la relazione tra sviluppo finanziario e disuguaglianza. In particolare, riscontrano il passaggio da un effetto benefico a uno nocivo: più sviluppo finanziario si associa a riduzioni della disuguaglianza al di sotto di una certa soglia. Oltre quel punto, ulteriore innovazione finanziaria si correla a crescente disuguaglianza dei redditi. Quarto, il passaggio da benefico a nocivo si verifica solo per la finanza di mercato e non risulta significativo per quella basata sulle banche. Lo studio mostra, infine, che il meccanismo di aumento della disuguaglianza passa attraverso l'espansione della parte superiore della distribuzione dei redditi.

Dal canto loro, Makhoul et al. (2020), studiando il nesso tra sviluppo finanziario e disuguaglianza con una prospettiva di lungo periodo (1870-2011) per i Paesi OCSE, mostrano che il primo influenza la seconda in modo diverso nel breve e nel lungo periodo. In particolare, nel breve periodo miglioramenti nello sviluppo finanziario tendono a ridurre la disuguaglianza, mentre nel lungo periodo più finanza contribuisce a elevare la disuguaglianza. Gli autori sostengono che è necessario distinguere tra tipologie benefiche di sviluppo finanziario che ampliano l'accesso delle classi meno abbienti e le altre tipologie che possono rivelarsi nocive dal punto di vista dell'impatto sulla disuguaglianza nella distribuzione dei redditi.

Nel complesso, la letteratura più recente sembra tracciare una netta distinzione tra l'innovazione finanziaria che favorisce l'inclusione finanziaria dei più deboli – da incoraggiare – e quella che, invece, riguarda soprattutto le classi più abbienti e può peggiorare la distribuzione dei redditi – innovazioni finanziarie queste che, dunque, contengono dei profili discutibili.

## 5. Opportunità e sfide del Fintech

La veloce digitalizzazione di banca e finanza offre opportunità per nuovi attori e clienti, mentre introduce una nuova sfida per le banche tradizionali con la prorompente competizione delle società non-bancarie e l'ulteriore *fa-*



*vor* per la finanza di mercato rispetto a quella bancaria<sup>1</sup>. Gli esperti discutono quanto potrà espandersi il segmento del Fintech, quanto ne potrà beneficiare la clientela e se, per le banche tradizionali, il Fintech sia solo una sfida oppure anche un'opportunità. Il ruolo della regolamentazione è cruciale su questi aspetti (Zetzsche et al., 2020).

Il primo aspetto da considerare è la dimensione del segmento Fintech. Sebbene sia difficile trovare numeri affidabili su di esso, l'espansione del Fintech è vivace nelle sue varie componenti (Frost, 2020). Ad esempio, il Cambridge Center for Alternative Finance stima a \$284 miliardi il credito Fintech esteso a livello globale nel 2016, rispetto agli \$11 miliardi del 2013 ((Claessens et al., 2018)) e la sua crescita sembra aver accelerato in seguito (Frost, 2020).

Riguardo al vantaggio delle imprese Fintech rispetto alle banche tradizionali, esso non è solo legato alle maggiori capacità informatiche delle prime rispetto alle seconde, ma deriva in gran parte anche dal fatto che le imprese Fintech evitano l'onere normativo che le banche devono affrontare (Vives, 2018). Ad esempio, studiando l'ascesa delle *shadow banks* nel più grande mercato dei prestiti al consumo negli Stati Uniti – quello dei mutui residenziali – Buchak et al. (2018) riportano che la quota delle *shadow banks* nelle *originations* è quasi raddoppiata dal 2007 al 2015. La domanda posta dagli autori è in che misura tale notevole aumento della quota di mercato sia dovuto alla tecnologia superiore e quanto continuo invece i minori oneri normativi. A tal fine, usano un modello semplice per scomporre il contributo relativo della tecnologia e della regolamentazione all'ascesa delle *shadow banks*, tenendo conto del fatto che queste includono sia una componente Fintech che una componente non-Fintech. Infine, stimano che l'aumento dell'onere regolamentare a carico delle banche tradizionali e la crescita della tecnologia finanziaria possono rappresentare, rispettivamente, circa il 70% e il 30% della recente crescita delle *shadow banks*. Sebbene lo studio consideri i dati solo fino al 2015 e non

---

1 Per alcune valutazioni pro e contro sull'impostazione UE che pare privilegiare i mercati finanziari rispetto alle banche si vedano: Constancio et al. (2019); Ferri e Neuberger (2018); Gardó e Klaus (2019); Schoenmaker e Véron (2017) e Véron e Wolff (2016).

sia disponibile un'analisi comparabile di dati più recenti, non sembra esserci alcun motivo particolare per modificare sostanzialmente la sostanza di tale giudizio (es. PSD2 potrebbe aver peggiorato ulteriormente la situazione per le banche tradizionali nell'UE).

La maggior parte degli esperti concorda che il Fintech è un'innovazione dirompente i cui benefici giungeranno alla clientela sia direttamente, sia indirettamente perché le banche tradizionali saranno costrette a reagire adattando le loro tecnologie e modelli di business o riducendo i loro costi (Barba Navaretti et al., 2018). Molto dell'esito dipenderà dalla capacità di adattamento alle nuove circostanze da parte delle banche tradizionali. Ad esempio, secondo Dapp et al. (2015) i vantaggi comparati più preziosi offerti da una banca tradizionale includono competenze finanziarie specifiche (valutazione e gestione del rischio), la qualità della discrezione in merito ai dati (digitali) specifici del cliente, nonché molti anni di esperienza con elevata regolamentazione sulla sicurezza operativa per i clienti. Le banche tradizionali hanno anche assistito a innumerevoli shock esterni e di volta in volta hanno adattato le loro strutture e i loro processi, vale a dire hanno una preziosa esperienza in materia di gestione delle crisi e conoscono le caratteristiche speciali del mercato finanziario. In particolare, gli autori sostengono che una banca tradizionale avrà successo se riuscirà a rimodellarsi in un ecosistema digitale. Nello specifico, in un ecosistema di banca digitale, oltre al facile accesso a molti prodotti e servizi personalizzati – compresi quelli di fornitori esterni, nonché a un ambiente IT più sicuro – il cliente può anche fornire contributi interattivi sulla piattaforma finanziaria in una varietà di reti utili. Inoltre, l'ecosistema bancario offre un'architettura aziendale flessibile che in futuro consentirà alle tecnologie ancora inimmaginabili di essere ancorate alla propria infrastruttura in modo tempestivo e a un costo accettabile. Ciò richiede soprattutto interfacce di programmazione aperte e l'utilizzo di tecnologie chiave avanzate: es. tecnologie compatibili e interoperabili, sia i dati strutturati che quelli non strutturati devono essere riconosciuti (leggibili da una macchina), valutati ed elaborati; il mix di algoritmi di automazione e autoapprendimento è strumentale ai

dati di consumo dell'utente per generare nuovi prodotti, servizi e processi. I sistemi cognitivi e di autoapprendimento forniscono servizi preziosi al futuro ecosistema bancario.

Non possiamo concludere queste considerazioni sul Fintech senza introdurre il tema delle *cryptocurrencies* e della finanza decentralizzata. Da un lato, vari autori propendono per una visione assolutamente benefica (Chen, 2018; Chen e Bellavitis, 2020; Chuen e Deng, 2017). Dall'altra, alcuni studiosi ammoniscono sui potenziali pericoli (Abraham e Guegan, 2019; Gudgeon et al., 2020; Limata, 2019; Wong e Eng, 2020; Zook e Grote, 2020).

## **6. Dalla finanza 'predatoria' alla finanza 'responsabile' per la transizione sostenibile**

I tempi stanno cambiando velocemente per la finanza, così come per la società. Nel 2010, i settori finanziari dei Paesi ricchi erano in ristrutturazione dopo essere stati l'epicentro della CFG, quando la gente comune della *Main Street* percepiva i *bankers* come auto-referenziali e avidi, tanto da chiamarli '*bangsters*' e crollava la fiducia nella finanza da parte dei clienti. Dieci anni dopo, le azioni multi-livello di riparazione hanno portato quei settori finanziari a spiagge più sicure attraverso una profonda revisione regolamentare, migliori pratiche di business e gli investimenti fatti nella educazione finanziaria della clientela. Al tempo stesso, oltre al già richiamato progresso tecnologico, la transizione allo sviluppo sostenibile è emersa come ulteriore fattore di cambiamento epocale. La sfida lanciata dalla transizione sostenibile – oltre a innovare prassi operative e prodotti – richiede una rivoluzione di mentalità. Esige, cioè, che la finanza si trasformi da auto-referenziale e avida a responsabile. Mentre la società domanda una accelerazione della transizione allo sviluppo sostenibile, il settore finanziario sta rispondendo con la promozione della Finanza Sostenibile, un segmento interamente nuovo dedicato a supportare la *green transition*.

Anche in questo caso, un ruolo importante lo giocherà la regolamentazione. Ebbene, pare che quest'ultima si stia muovendo verso l'introduzione di un *Green Supporting Factor* (GSF) così come suggerito dallo EU's *Action Plan on Sustainable Finance*. Thomä e Gibhardt (2019), cercando di stimare i potenziali effetti per le banche europee dell'introduzione di un GSF o di una *Brown Penalty* (BP) per i requisiti di capitale, scoprono che un GSF avrebbe un effetto limitato sui requisiti patrimoniali complessivi delle banche rispetto a una BP, dato il più ampio universo di attività su cui sarebbe applicata una sanzione del genere. L'effetto stimato è una riduzione dei requisiti patrimoniali associati a un GSF di circa 3-4 miliardi di euro sulla base di definizioni "verdi" di base. In termini di costo del capitale, stimano una riduzione da 5 a 26 punti base per progetti ecologici (con effetti inversi previsti per una BP). In termini di disponibilità di capitale, suggeriscono che una BP potrebbe causare una potenziale riduzione dei prestiti alle attività *brown* fino all'8%. A sua volta, Li et al. (2018) sostengono che una politica di concessione di sussidi per prestiti verdi è un approccio valido per lo sviluppo sostenibile, mentre Shishlov et al. (2017) identificano le "linee di credito verdi" come un modo per promuovere i prestiti verdi, con il coinvolgimento delle istituzioni finanziarie pubbliche a sostegno di quelle private. Da parte loro, D'Orazio e Popoyan (2019) chiedono una politica macro-prudenziale attiva per colmare il "gap finanziario verde" promuovendo i prestiti verdi, mentre Gianfrate e Lorenzato (2018) formulano raccomandazioni politiche per i regolatori dei mercati dei capitali per incentivare l'adozione di politiche sostenibili pratiche tra gli investitori istituzionali in modo da stimolare la partecipazione delle istituzioni finanziarie non bancarie agli investimenti verdi. Riassumendo, la carota GSF potrebbe essere preferibile al bastone BP, dove quest'ultimo potrebbe anche accentuare il problema degli *stranded assets*.

Figura 2 Emissioni di Green Bonds per regioni

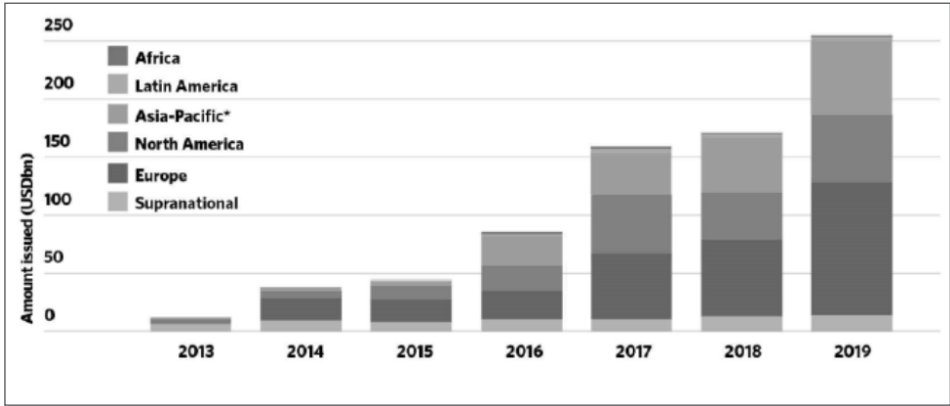
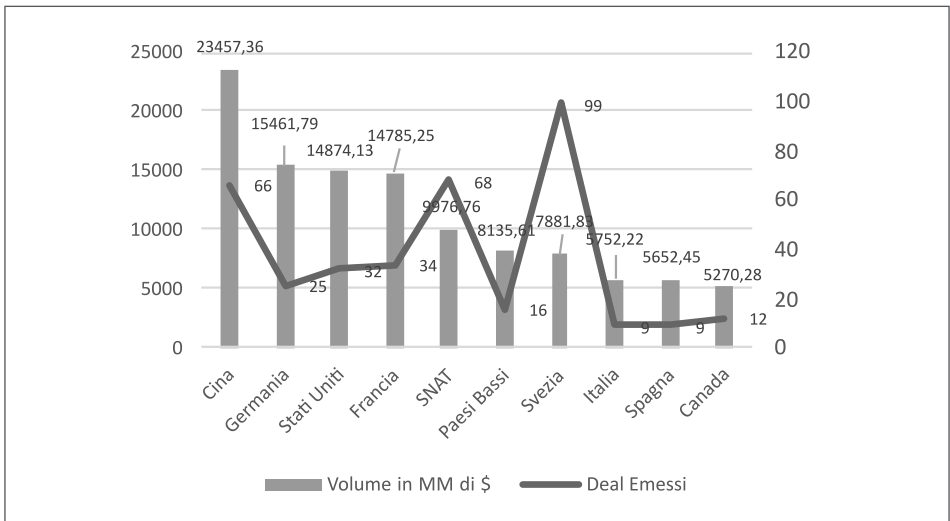


Figura 3 Emissioni di GBs 2019: 10 principali paesi



In Europa, specialmente con la nuova presidenza di Christine Lagarde, in

linea anche con la visione dello *European Green Deal* (EGD) promosso dalla nuova Presidentessa della Commissione Europea Ursula von der Leyen, la BCE ha dichiarato che i rischi climatici debbano essere considerati nel *framework* di politica monetaria. Lagarde (2020) chiede di accelerare la trasformazione del settore finanziario per renderlo funzionale al raggiungimento degli obiettivi climatici. Uno degli strumenti chiave per raggiungere l'obiettivo è l'ulteriore sviluppo del mercato dei *Green Bonds* (GBs). Questo mercato è stato avviato, non a caso, dalla BEI che, nel 2007, ha lanciato il primo GB di sempre: il suo *Climate Awareness Bond*. Da allora, inizialmente con il coinvolgimento chiave delle organizzazioni multilaterali, ma in seguito con il ruolo progressivamente crescente del settore privato, il mercato dei GBs è cresciuto fino a una dimensione di circa \$250 miliardi di emissioni, al punto che Sartzetakis (2019) lo identifica come il mercato in cui la BCE potrebbe effettivamente intervenire per promuovere le sue misure contro la crisi climatica. Il primato dell'Europa nell'emissione di GBs è testimoniato dalla figura 2 negli anni 2013-2019 e dalla figura 3 per il 2019, dove 6 dei 10 principali paesi emittenti provengono dall'UE per un totale del 51,8% delle emissioni totali. Tolliver et al. (2019) mostrano che, dal 2008 al 2017, le banche internazionali hanno assegnato la maggior parte dei proventi sia per frequenza che per volume e che i progetti e le attività finanziate con GBs nel loro campione di studio sono associati a oltre 108 milioni di tonnellate di biossido di carbonio equivalente (tCO<sub>2</sub>e) nella riduzione delle emissioni di gas a effetto serra e oltre 1500 gigawatt di capacità di energia rinnovabile. A sua volta, Flammer (2018) documenta che l'emissione di GBs societari si è diffusa nel tempo, in particolare nei settori in cui l'ambiente naturale è finanziariamente rilevante. Inoltre, trova che i GBs producono: i) rendimenti positivi degli annunci; ii) miglioramenti del valore a lungo termine e delle prestazioni operative; iii) miglioramenti delle prestazioni ambientali; iv) aumenti delle innovazioni ecologiche e v) un aumento della proprietà da parte di investitori a lungo termine e verdi. In termini di prezzi dei GBs, Fatica et al. (2019) trovano un premio quando le obbligazioni verdi sono emesse da istituzioni e società sovranazionali mentre non vi è al-

cun effetto per le istituzioni finanziarie. Inoltre, mostrano che le banche che emettono obbligazioni verdi riducono i loro prestiti verso segmenti più inquinanti dell'economia ma limitati alla quantità di prestiti concessi come banca principale nell'accordo, mentre la riduzione dei prestiti *brown* non si traduce in prestiti non sindacati. Perciò, concludono, vi è margine per un ruolo più ampio del sistema bancario nel convogliare fondi in attività a basse emissioni di carbonio, riducendo i rischi ambientali anche per il sistema finanziario.

Una delle questioni irrisolte più importanti riguarda come soddisfare la domanda potenziale di investimenti sostenibili da parte dei risparmiatori – che vorrebbero divenire cittadini migliori investendo in modo sostenibile, magari senza sacrificare troppo i rendimenti – con l'offerta potenziale da parte degli emittenti – la maggior parte dei quali si aspetta di ottenere fondi più finalizzati e a buon mercato qualificandosi come enti che adottano comportamenti sostenibili. Qui, data la complessità della questione, gli investitori debbono essere guidati da esperti. Nel tempo, l'industria della finanza sostenibile si è impennata sui rating ESG (*Environmental, Social, Governance*). Alcuni esperti documentano la validità del *framework* ESG. Ad esempio, Rezaee e Tuo (2019) esaminano l'associazione tra quantità e qualità delle informazioni sulla sostenibilità e qualità degli utili nel contesto del valore etico e della cultura aziendale. Ritengono che le informazioni sulla sostenibilità dei report sulle prestazioni ESG siano legate alla qualità degli utili. Su un campione di 35.110 osservazioni annuali tra il 1999 e il 2015, scoprono che la quantità di informazioni sulla sostenibilità è positivamente associata alla qualità degli utili core e negativamente correlata alla qualità degli utili discrezionali nel mitigare la manipolazione degli utili gestionali e il comportamento opportunistico non etico dei bilanci societari. Tuttavia, la validità dei rating ESG è stata messa sempre più in discussione (The Economist, 2019). In particolare, le società emittenti possono essere tentate dal *green – e/o social – washing* dichiarandosi più sostenibili di quanto non siano effettivamente, attratte dai benefici della finanza sostenibile. Ad esempio, Dremptic et al. (2019) studiano se gli investimenti sostenibili e responsabili (SR) rispettino un codice etico adeguato

quando seguono i punteggi ESG forniti dalle agenzie di rating. Utilizzando le valutazioni ESG Thomson Reuters ASSET4 per analizzare l'influenza delle dimensioni dell'azienda, le sue risorse disponibili per fornire dati ESG e la disponibilità di dati ESG dell'azienda sulle proprie prestazioni di sostenibilità, trovano una correlazione positiva significativa tra le variabili dichiarate, che può essere spiegata dalla legittimità organizzativa. Questi risultati sollevano la questione se il modo in cui il rating ESG misura la sostenibilità societaria dia un vantaggio alle grandi imprese con più risorse senza offrire agli investitori SR le informazioni necessarie per scegliere in base ai propri orientamenti. Inoltre, Yu et al. (2018) trovano che la trasparenza ESG, il grado di ESG *disclosure*, hanno un impatto sul valore dell'impresa. La riduzione dell'asimmetria informativa degli investitori e dei costi di agenzia è il meccanismo attraverso cui una migliore trasparenza ESG influisce potenzialmente sul valore dell'azienda. Usando i punteggi di ESG *disclosure* di Bloomberg per valutare la trasparenza ESG di un'azienda su un ampio campione di emittenti, essi suggeriscono che i benefici della ESG *disclosure* superano i costi per l'impresa quotata media: i) una maggiore ESG *disclosure* delle emissioni aumenta le misure di valutazione delle imprese, come Tobin's Q; ii) le imprese con una maggiore dimensione degli attivi, una migliore liquidità, una maggiore intensità di R&S, meno partecipazioni privilegiate, buoni risultati finanziari passati saranno più trasparenti in materia di ESG. Sempre sul tema, D'Apice et al. (2020) mostrano che politiche di *disclosure* di migliore qualità si associano a una performance più sostenibile per le imprese europee quotate a più alta capitalizzazione. Infine, Ferri e Lipari (2019) valutano il modo in cui un'azienda si deve strutturare o ristrutturare per adattarsi all'evoluzione della finanza verde. Sostengono che, per attingere alla finanza verde un'azienda dovrebbe strutturarsi (se una start-up) o riorganizzarsi (se già in attività) in modo da essere *compliant* con la sostenibilità e in grado di mostrarlo in modo credibile, vale a dire evitando *green/social washing*. A sua volta, questo passaggio richiede che un'impresa adotti un approccio di gestione finanziaria sostenibile, che



può essere ottenuto assumendo manager di finanza sostenibile (specialmente nelle imprese medio-grandi) o esternalizzando tale funzione a esperti di consulenza esterna. In entrambi i casi, l'impresa deve essere in grado di ottenere una buona valutazione esterna, in genere un rating ESG credibile.

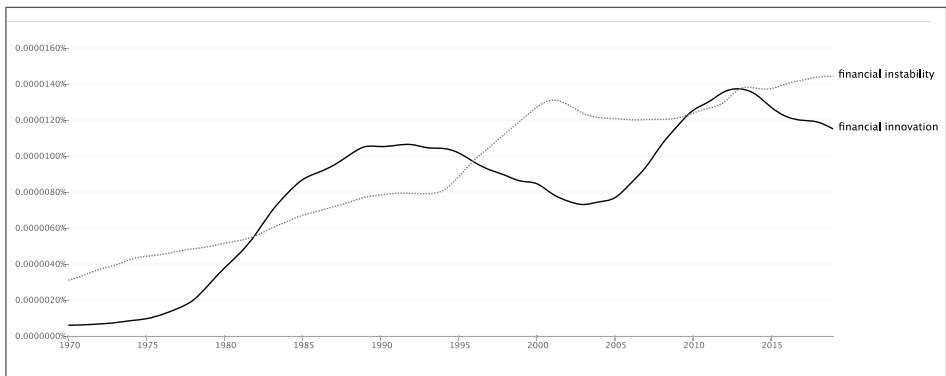
## 7. Conclusioni

Il binomio tra crescita e innovazione finanziaria è ampiamente riconosciuto come necessario in letteratura. Però, è un binomio instabile, perché per la società la finanza può essere delizia, ma può anche divenire croce. La finanza è benefica se migliora le possibilità allocative dell'economia, stimola l'innovazione, amplia e approfondisce i mercati. Invece, diviene dannosa allorché produce instabilità o contribuisce a rendere la società insopportabilmente disuguale.

Ho argomentato che identificare un nesso causale dalla finanza alla crescita è questione complessa ma, se trattata adeguatamente, può risolversi con una risposta positiva (par. 2). Nondimeno, è evidente che deregolamentazione e liberalizzazione si associano anche a crescente instabilità finanziaria (par. 3). Stabilire il punto ottimale nel *tradeoff* tra innovazione finanziaria – che innalza la crescita – e instabilità finanziaria – che distrugge ricchezza – è arduo, anche perché vi sono ampi effetti distributivi, con una parte piccola della società (es. i CEO) che beneficia di più dalla crescita e un'altra parte più ampia (es. i *taxpayers*) che sopporta maggiormente il costo dell'instabilità finanziaria. Ciò costituisce un potenziale iato tra crescita economica e benessere della società. Perciò, ho riflettuto sui nessi tra innovazione finanziaria, inclusione finanziaria e disuguaglianza seguendo la metamorfosi della letteratura, una volta allineata sulla visione che lo sviluppo finanziario contribuisse a ridurre la disuguaglianza e di recente orientata all'idea che, almeno oltre una certa soglia, ulteriori progressi dello sviluppo finanziario si associno a maggiore disuguaglianza (par. 4). Di conseguenza, ho concluso che bisogna distinguere tra le

innovazioni finanziarie che, a un estremo, favoriscono l'inclusione finanziaria e, all'altro estremo, quelle che, invece, rafforzano l'estrazione della rendita, esasperando così le disuguaglianze nella società. Occorre, quindi, valutare lo sviluppo finanziario nel contesto concreto e questo mi ha portato a vagliarne il principale fattore abilitante: la tecnologia, specie quella digitale che è oggi alla base dell'intensa ondata di innovazione finanziaria chiamata Fintech (par. 5). Il Fintech apre grandi opportunità ma solleva, come abbiamo visto, anche sfide non trascurabili. Infine, ho descritto un possibile scenario favorevole in cui la finanza abbandona la fase 'predatoria' – alla sola ricerca di profitti di breve periodo – per evolvere verso la fase 'responsabile' – in cui si trasforma nello strumento essenziale per accelerare la transizione sostenibile (par. 6). In particolare, ho fatto riferimento all'*European Green Deal*, che segna una rotta precisa verso una finanza più responsabile. I divieti e gli incentivi che ne conseguiranno (e condizionalità analoghe si prefigurano anche per i fondi per la ripresa economica post-Covid19, *Next Generation EU* etc.) contribuiranno a favorire un tipo di finanza – e le connesse innovazioni finanziarie – che mirano a costruire valore di lungo periodo.

Figura 4 Incidenza percentuale di occorrenze: “*financial innovation*” vs “*financial instability*”

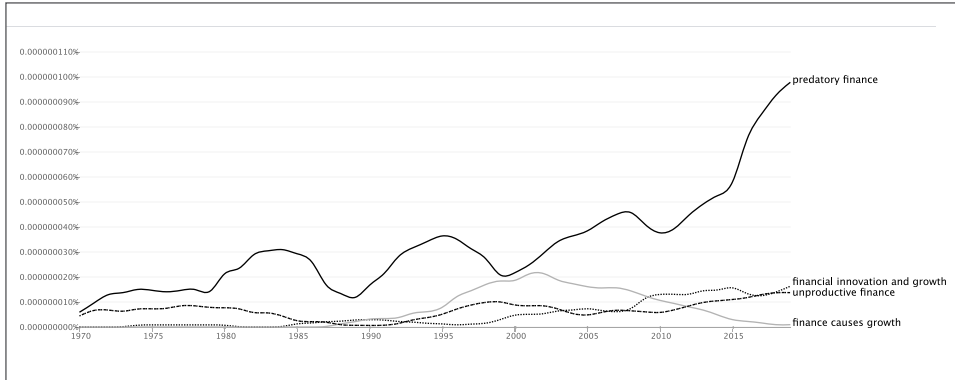


Source: [www.books.google.com/ngrams](http://www.books.google.com/ngrams)

Voglio ricordare che la finanza è uno strumento e, come tale, può dare benefici, se usata e incanalata in modo appropriato, oppure provocare distorsioni dannose nella società, se abbandonata alla mercé di istinti predatori. Una qualche forma di regolamentazione pare indispensabile affinché l'innovazione finanziaria si muova con modalità benefiche, anziché nocive. Ciò non vuol dire tornare alle regole fortemente restrittive degli anni 1930. Nel mondo di oggi, infatti, si può pensare che, più che stabilendo limiti e divieti, le politiche a orientamento della finanza possano funzionare meglio offrendo incentivi. La messa in opera di incentivi adeguati può guidare la finanza verso lidi in cui si colgono le opportunità dell'innovazione finanziaria per accrescere il benessere sociale senza dover sopportare i costi di una instabilità finanziaria endemica. È questa la strada che, sebbene in modo ancora a volte contraddittorio, sembra aver intrapreso l'Unione Europea progettando il Piano d'azione sulla finanza sostenibile e preparandosi ad applicarlo con l'*European Green Deal* e le altre politiche di accompagnamento alla transizione sostenibile.

Propongo infine un esercizio ove, con il pacchetto *Google Ngram Viewer*, ho interrogato l'enorme biblioteca di *Google* dal 1970 al 2019 con parole chiave significative per il nostro tema: "*financial innovation*" (visione positiva) vs "*financial instability*" (visione negativa; fig. 4); "*finance causes growth*" e "*financial innovation and growth*" (visione positiva) vs "*predatory finance*" e "*unproductive finance*" (visione negativa; fig. 5). Si vede un andamento crescente monotonicamente (in modo altalenante) per "*financial instability*" (per "*financial innovation*"; fig. 4), lieve prevalenza della visione positiva su quella negativa della finanza tra anni 1980 e 1990 e un appaiamento delle due visioni intorno al 2010. Per il resto, vi è una lieve supremazia di instabilità su innovazione e il gap si riapre dal 2015. Invece, in figura 5 prevale soprattutto dopo la CFG la visione negativa, specie per il contributo di "*predatory finance*". Si conferma, dunque, che la letteratura esprime cicli di consenso/dissenso verso l'innovazione finanziaria rivelandosi reattiva alle pulsioni della società. La fase recente testimonia il prevalere della visione negativa: perciò l'innovazione finanziaria dovrà mostrarsi non solo efficiente ma anche responsabile.

Figura 5. % occorrenze: “finance causes growth” e “financial innovation and growth” vs “predatory finance” e “unproductive finance”



Source: [www.books.google.com/ngrams](http://www.books.google.com/ngrams)

## Bibliografia

- [1] Abraham, L. e D. Guegan. *The other side of the Coin: Risks of the Libra Blockchain*. University Ca’Foscari of Venice, Dept. of Economics Research Paper Series No 30 (2019).
- [2] Acemoglu, D., S. Johnson & J.A. Robinson. The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation. *American Economic Review* 91(5) (2001): 1369-401.
- [3] Allen, F. & D. Gale. *Comparing financial systems*. MIT press (2000).
- [4] Baker, D. e T. McArthur. The Value of the “Too Big to Fail” Big Bank Subsidy. *CEPR Reports and Issue Briefs*, Center for Economic and Policy Research (2009).
- [5] Banerjee, A.V. e A. Newman. Occupational Choice and the Process of Development. *Journal of Political Economy*, 101(2) (1993): 274-98.
- [6] Barba Navaretti, G., G. Calzolari, J.M. Mansilla-Fernandez e A.F. Pozzolo. Fintech and Banking. Friends or Foes?. (2018). Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3099337>.
- [7] Bebchuk, L.A., Y. Grinstein e U. Peyer. Lucky CEOs and lucky direc-

- tors. *The Journal of Finance* 65.6 (2010): 2363-2401.
- [8] Beck, T., A. Demirgüç-Kunt e R. Levine. Finance, Inequality, and the Poor. *Journal of Economic Growth*, 12(1) (2007): 27-49.
- [9] Brei, M., G. Ferri e L. Gambacorta. *Financial structure and income inequality*. BIS Working Papers No. 756 (2018).
- [10] Buchak, G., G. Matvos, T. Piskorski e A. Seru. Fintech, regulatory arbitrage, and the rise of shadow banks. *Journal of Financial Economics*, 130(3), (2018): 453-483.
- [11] Chen, Y. Blockchain tokens and the potential democratization of entrepreneurship and innovation. *Business Horizons* 61.4 (2018): 567-575.
- [12] Chen, Y. e C. Bellavitis. Blockchain disruption and decentralized finance: The rise of decentralized business models. *Journal of Business Venturing Insights* 13 (2020): e00151.
- [13] Chuen, D.L.K. e R.H. Deng. Eds. *Handbook of blockchain, digital finance, and inclusion: cryptocurrency, fintech, insurtech, regulation, Chinattech, mobile security, and distributed ledger*. Academic Press, 2017.
- [14] Claessens, S., J. Frost, G. Turner e F. Zhu. Fintech credit markets around the world: size, drivers and policy issues. *BIS Quarterly Review* (2018) September.
- [15] Clarke, G., L.C. Xu e H.F. Zou. Finance and income inequality: What do the data tell us?. *Southern Economic Journal*, 72(3) (2006): 578-96.
- [16] Constancio, V., K. Lannoo e A. Thomadakis. *Rebranding Capital Markets Union: A market finance action plan*. CEPS-ECMI Task Force, (2019): June.
- [17] Dagher, J. *Regulatory Cycles: Revisiting the Political Economy of Financial Crises*. IMF Working Paper No. 18/8, 2018.
- [18] D'Apice, V. & G. Ferri. *L'instabilità finanziaria: dalla crisi asiatica ai mutui subprime*, Carocci, 2009.
- [19] D'Apice, V., G. Ferri e F. Lipari. Sustainable Disclosure Policies and Sustainable Performance of European Listed Companies. *Sustainability* 12.15 (2020): 5920.
- [20] Dapp, T., L. Slomka e R. Hoffmann. *Fintech reloaded—Traditional banks as digital ecosystems*. Deutsche Bank, Current Issues: Digital economy

- and structural change (2015): 261-274.
- [21] D’Orazio, P. e L. Popoyan. Fostering green investments and tackling climate-related financial risks: which role for macroprudential policies? *Ecological Economics*, 160 (2019): 25-37.
- [22] Drempetic, S., C. Klein e B. Zwergel. The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review. *Journal of Business Ethics*, (2019): 1-28.
- [23] Fatica, S., R. Panzica e M. Rancan. *The pricing of green bonds: are financial institutions special?* JRC Working Papers in Economics and Finance No. 2019/7 (2019).
- [24] Ferri, G. Re-regulating finance to return markets at the service of society. *International Journal of Happiness and Development*, 2(3) (2015): 231-249.
- [25] Ferri, G. e F. Lipari. Sustainable Finance Management. In Migliorelli, M. e P. Dessertine. Eds. *The Rise of Green Finance in Europe*. Palgrave Macmillan, Cham (2019): 79-93.
- [26] Ferri, G. e D. Neuberger. How Does Banking Diversity Fit in the General Vision Inspiring the Joint Process of Banking Union and Capital Markets Union? *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung/Quarterly Journal of Economic Research*, 87(4), (2018): 25-37.
- [27] Flammer, C. *Corporate green bonds*. Boston University. Mimeo. (2018).
- [28] Frost, J. *The economic forces driving fintech adoption across countries*. BIS Working Papers No. 838 (2020).
- [29] Galor, O. e J. Zeira. Income Distribution and Macroeconomics. *Review of Economic Studies*, 60(1) (1993): 35-52.
- [30] Gardó, S. e B. Klaus. *Overcapacities in banking: measurements, trends and determinants*. ECB Occasional Paper No. 236, (2019).
- [31] Gianfrate, G. e G. Lorenzato. *Stimulating non-bank financial institutions’ participation in green investments*. ADBI Working Paper Series No. 860, (2018).
- [32] Greenwood, J. e B. Jovanovic. Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. *Journal of Political Economy*, 98(5) (1990): 1076-1107.

- [33] Gudgeon, L., D. Perez, D. Harz, B. Livshits e A. Gervais. The Decentralized Financial Crisis. In *2020 Crypto Valley Conference on Blockchain Technology (CVCBT)* (pp. 1-15). IEEE. (2020, June).
- [34] Guiso, L., P. Sapienza & L. Zingales. The role of social capital in financial development. *American Economic Review* 94.3 (2004): 526-556.
- [35] Guzman, M. e J.E. Stiglitz. *Pseudo-wealth and consumption fluctuations*. No. w22838. National Bureau of Economic Research, 2016.
- [36] Haldane, A.G. & V. Madouros. The dog and the frisbee. *Revista de Economía Institucional* 14.27 (2012): 13-56.
- [37] Jauch S. e S. Watzka. Financial Development and Income Inequality: A Panel Data Approach. *Empirical Economics*, 51(1) (2016): 291–314.
- [38] Jaumotte, F., C. Papageorgiou e S. Lall. Rising Income Inequality: Technology, or Trade and Financial Globalization?. *IMF Economic Review*, 61(2) (2013): 271–309.
- [39] Kay, J. Rise in US and UK inequality principally due to financialisation and executive pay. *Financial Times*, (2015): January 21.
- [40] Kindleberger, C.P. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Palgrave Macmillan, London, 1978.
- [41] Lagarde, C. *Climate change and the financial sector*. Speech at the launch of the COP 26 Private Finance Agenda. London, 27 February 2020.
- [42] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6) (1998): 1113-55.
- [43] Leijonhufvud, A. *Macroeconomics and the Crisis: A Personal Appraisal*, CEPR Policy Insight 41, 2009.
- [44] Levine, R. Finance and Growth: Theory and Evidence. In Aghion, P. & S. Durlauf (Eds.). *Handbook of economic growth*. Elsevier (2005): 865-934.
- [45] Levine, R. More on finance and growth: more finance, more growth?. *Review-Federal Reserve Bank of Saint Louis* 85.4 (2003): 31-46.
- [46] Levine, R. & J. Barth. *The regulation and supervision of banks around the world: A new database*. The World Bank, 2001.
- [47] Li, Z., G. Liao, Z. Wang e Z. Huang. Green loan and subsidy for promoting clean production innovation. *Journal of cleaner production*, 187

- (2018): 421-431.
- [48] Limata, P. Blockchains' twilight zones. A reasoned literature review for a critical primer. No. wp76. *Econometrica*, 2019.
- [49] Makhlouf, Y., N.M. Kellard e D.V. Vinogradov. Finance-Inequality Nexus: The Long and the Short of it. *Economic Inquiry* 58.4 (2020): 1977-1994.
- [50] Mian, A. & A. Sufi. *House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How we Can Prevent It from Happening Again*. University of Chicago Press (2014).
- [51] Minsky, H.P. *The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy*. Hyman P. Minsky Archive, 282, 1982.
- [52] Philippon, T. e A. Reshef. Wages and Human Capital in the U.S. Finance Industry: 1909–2006. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(4) (2012): 1551–1609.
- [53] Piketty, T. *Capital in the Twenty-First Century*, Cambridge: Belknap Press (2014).
- [54] Popov, A. Evidence on finance and economic growth. In Beck, T. e R. Levine (Eds.). *Handbook of Finance and Development*. Edward Elgar Publishing, 2018: 63-104.
- [55] Rajan, R. *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press (2010).
- [56] Rajan, R.G. & L. Zingales. *Saving capitalism from the capitalists: Unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity*. Princeton University Press, 2004.
- [57] Rezaee, Z. e L. Tuo. Are the quantity and quality of sustainability disclosures associated with the innate and discretionary earnings quality? *Journal of Business Ethics*, 155(3) (2019): 763-786.
- [58] Robinson, J. The Generalization of the General Theory, in *The Rate of Interest and Other Essays*, London: Macmillan, 1952.
- [59] Sapienza, P. & L. Zingales. A trust crisis. *International Review of Finance* 12 (2) (2012): 123-131.
- [60] Sartzetakis, E.S. Green Bonds as an instrument to finance low carbon transition. Bank of Greece wp No. 258 (2019).



- [61] Schoenmaker, D. e N. Véron. *A 'twin peaks' vision for Europe*. Bruegel Policy Contribution, No. 2017/30, Bruegel, Brussels, (2017).
- [62] Schularick, M. & A. Taylor. Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and Financial crises, 1870-2008. *American Economic Review* 102(2), (2012): 1029-1061.
- [63] Schumpeter, J.A. *The Theory of Economic Development*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1959.
- [64] Shishlov, I., T. Bajohr, M. Deheza e I. Cochran. *Using credit lines to foster green lending: opportunities and challenges*. Institute for Climate Economics (2017).
- [65] Stiglitz, J.E. New theoretical perspectives on the distribution of income and wealth among individuals. In *Inequality and Growth: Patterns and Policy*. Palgrave Macmillan (2016): 1-71.
- [66] Stiglitz, J.E. Inequality and economic growth. *The Political Quarterly*, 86 (2015): 134–155.
- [67] The Economist. Poor scores. Climate change has made ESG a force in investing. But the figures behind ESG rating systems are dismal. *Finance and economics*, Dec 7<sup>th</sup> 2019 edition.
- [68] Thomä, J. e K. Gibhardt. Quantifying the potential impact of a green supporting factor or brown penalty on European banks and lending. *Journal of Financial Regulation and Compliance* (2019).
- [69] Tolliver, C., A.R. Keeley e S. Managi. Green bonds for the Paris agreement and sustainable development goals. *Environmental Research Letters*, 14(6), (2019) 064009.
- [70] Vercelli, A. Minsky, Keynes and the Structural Instability of a Sophisticated Monetary Economy, in R. Bellofiore, P. Ferri (eds.), *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy*, Edward Elgar, Northampton (MA), 2001.
- [71] Véron, N. e G.B. Wolff. Capital Markets Union: a vision for the long term. *Journal of Financial Regulation* 2(1), (2016): 130-153.
- [72] Vives, X. The impact of FinTech on banking. *European Economy*, (2), (2018): 97-105.
- [73] Wong, C.Y. e Y.K. Eng. P2P finance and the effectiveness of monetary

- controls. *The Manchester School* 88.4 (2020): 617-639.
- [74] Yu, E.P.Y., C.Q. Guo e B.V. Luu. *Environmental, social and governance transparency and firm value. Business Strategy and the Environment* 27.7 (2018): 987-1004.
- [75] Zetsche, D.A., D.W. Arner e R.P. Buckley. *Decentralized Finance (DeFi). Journal of Financial Regulation* (2020).
- [76] Zingales, L. Presidential address: Does Finance benefit society?. *Journal of Finance* 70(4) (2015): 1327-1363.
- [77] Zook, M. e M.H. Grote. Initial coin offerings: Linking technology and financialization. *Environment and Planning A: Economy and Space*, 52(8), (2020): 1560-1582.

# Elenco Referees che hanno valutato i Saggi e i Contributi <sup>◇</sup>

(anni 2017/18/19/20)

I *Saggi* compongono la parte monografica che dà il titolo ai vari numeri di Economia Italiana. Tali lavori vengono raccolti tramite Call for papers o su invito diretto degli editors che poi li valutano. A questi lavori si aggiungono i *Contributi*, anch'essi articoli di taglio scientifico, che vengono valutati in forma anonima da due referees individuati dagli editors o scelti dalla redazione fra i membri del Comitato Scientifico della Rivista. L'elenco che segue comprende gli editors e gli altri referees che hanno valutato i *Saggi* e *Contributi*, ai quali va il sentito ringraziamento di Economia Italiana.

1. Alberto Baffigi, Banca d'Italia
2. Matteo Bugamelli, Banca d'Italia\*
3. Giuseppe De Arcangelis, Sapienza Università di Roma\*
4. Giorgio Di Giorgio, Luiss Guido Carli
5. Stefano Fantacone, CER - Centro Europa Ricerche\*\*
6. Emma Galli, Sapienza Università di Roma\*
7. Enrico Giovannini, Università di Roma "Tor Vergata"\*
8. Paolo Guerrieri, Sapienza Università di Roma
9. Marcello Messori, Luiss Guido Carli SEP\*
10. Roberto Monducci, Istat\*
11. Antonio Ortolani, AIDC
12. Alberto Petrucci, Luiss Guido Carli\*
13. Paola Profeta, Università Bocconi\*
14. Fabiano Schivardi, Luiss Guido Carli\*
15. Marco Spallone, Università "Gabriele d'Annunzio", Chieti - Pescara
16. Lucia Tajoli, Politecnico di Milano
17. Attilio Trezzini, Università di Roma Tre

\* *editor o guest editor*

\*\* *guest editor e referee*

◇ Oltre ai *Saggi* e ai *Contributi*, Economia Italiana pubblica *Interventi*, che sono discorsi di esponenti delle istituzioni o delle associazioni di categoria, e *Rubriche*, che rappresentano opinioni di business. Per questo tipo di articoli la selezione avviene a cura della direzione e della redazione.

## PARTNER ISTITUZIONALI



## BUSINESS PARTNER



**Deloitte.**



**sara** 

## SOSTENITORI

Assonebb

Banca Profilo

Confindustria Piacenza

Kuwait Petroleum Italia

Natixis IM

Oliver Wyman

SACE

Sisal

TIM

Per attivare un nuovo abbonamento  
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 36725 UBI Banca  
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA  
IBAN IT 47L 03111 03233 000 0000 36725

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

**amministrazione@editriceminervabancaria.it**

## Condizioni di abbonamento ordinario per il 2021

|                     | <b>Rivista Bancaria<br/>Minerva Bancaria</b><br>bimestrale | <b>Economia<br/>Italiana</b><br>quadrimestrale | <b>Rivista Bancaria<br/>Minerva Bancaria</b><br>+ <b>Economia Italiana</b> |
|---------------------|------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| Canone Annuo Italia | <b>€ 100,00</b><br>causale: MBI21                          | <b>€ 60,00</b><br>causale: EII21               | <b>€ 130,00</b><br>causale: MBEII21                                        |
| Canone Annuo Estero | <b>€ 145,00</b><br>causale: MBE21                          | <b>€ 80,00</b><br>causale: EIE21               | <b>€ 180,00</b><br>causale: MBEIE21                                        |
| Abbonamento WEB     | <b>€ 60,00</b><br>causale: MBW21                           | <b>€ 30,00</b><br>causale: EIW21               | <b>€ 75,00</b><br>causale: MBEIW21                                         |

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00 / € 10,00** digitale

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00 / € 10,00** digitale

## Publicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

Editrice Minerva Bancaria  
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

## ECONOMIA ITALIANA 2020/3

### Crescita economica ed innovazione finanziaria: misure di policy ed effetti sulle imprese italiane

Il binomio innovazione finanziaria-crescita economica svolge un ruolo fondamentale per il sistema capitalistico e la sua capacità di generare ricchezza e benessere. Gli editor **Giuseppe De Arcangelis** e **Alberto Petrucci**, nella loro introduzione **Innovare nella finanza per crescere di più in Italia: quali prospettive?** descrivono i canali attraverso i quali la finanza può favorire la crescita economica e mettono in luce come i quattro saggi pubblicati nel presente volume evidenzino la necessità di un intervento pubblico volto a correggere i “fallimenti di mercato”.

Il saggio di apertura di Giovanni **Ferri** illustra a fondo il nesso fra finanza e crescita, contrapponendo buona finanza e finanza predatoria. Anche qui, secondo gli editor, i *green bonds* sono uno strumento da valorizzare, rappresentando “un valido esempio di una finanza responsabile, sostenibile dal punto di vista ambientale e attenta alle questioni intergenerazionali. Si tratta di uno strumento che potrebbe assicurare una specie di ‘neutralità intergenerazionale’, in base alla quale oneri finanziari a carico delle future generazioni vengono compensati da una crescita sana e prolungata nel tempo”.

Gli altri saggi affrontano ciascuno strumenti e modalità di finanza innovativa. Nel valutare la mancata implementazione del *direct lending* alle imprese da parte delle assicurazioni, **Baldi, Allodi, Bocchialini e Cacciamani** suggeriscono l’introduzione di semplificazioni procedurali e/o organizzative o la possibilità di acquisto dei titoli emessi dalle PMI. **Abis, Damilano, De Vincentiis e Pia** propongono interventi di politica economica per facilitare un riequilibrio economico-finanziario delle PMI e far sì che i *minibond* possano favorire la crescita dimensionale delle imprese. Infine, visto che le imprese finanziate con *venture capital* risultano più innovative, **Baldi e Peano** suggeriscono l’adozione di misure di politica economica utili a promuovere tale forma di finanziamento in Italia e a stimolare indirettamente l’innovazione tecnologica.

ECONOMIA ITALIANA nasce nel 1979 per approfondire e allargare il dibattito sui nodi strutturali e i problemi dell’economia italiana, anche al fine di elaborare adeguate proposte strategiche e di *policy*. L’Editrice Minerva Bancaria si impegna a riprendere questa sfida e a fare di Economia Italiana il più vivace e aperto strumento di dialogo e riflessione tra accademici, *policy makers* ed esponenti di rilievo dei diversi settori produttivi del Paese.