

COMPRENDERE

Progetto editoriale a cura di Comin & Partners. Settembre 2025 Numero 7



Era il mercato, bellezza!

IL POTERE DIETRO I MERCATI

Le crisi globali, le monete alternative, le nuove alleanze geopolitiche: il mercato non è mai neutrale, ma strumento di potere e campo di scontro tra Stati e oligarchie

IL PESO INVISIBILE DEL DENARO

Tra Stato e imprese, fusioni e acquisizioni, debito pubblico e contabilità strategica: l'economia reale è costretta a convivere con una finanza che orienta scelte e destini

IL CAPITALE UMANO

Dalla finanza etica alla sostenibilità, dalle comunità virali alle nuove forme di mutualità: i mercati plasmano la società e riflettono valori, paure e desideri collettivi

ALGORITMI E MONETE DEL FUTURO

Blockchain, fintech, valute digitali e intelligenza artificiale ridisegnano il perimetro del denaro e la nostra quotidianità, aprendo scenari di opportunità e rischi globali

IL COSTO DELLA TRANSIZIONE

La finanza verde, il ruolo strategico delle risorse e la corsa alla decarbonizzazione: chi controlla l'energia controlla il mercato, e il futuro si gioca sulla sostenibilità

Era il mercato, bellezza!

COMPRENDERE

COMPRENDERE

Rivista quadrimestrale
N.7 - Settembre 2025

Rivista iscritta al n. 113/2023
del Registro della Stampa
del Tribunale di Roma

Numero chiuso in redazione
l'8 Settembre 2025

Rivista distribuita gratuitamente
in edizione limitata

Palazzo Guglielmi
Piazza dei SS. Apostoli 73
00187 Roma
T+39 06 89169407

Galleria San Fedele
Via Agnello 20
20121 Milano
T+39 02 87042400

Bruxelles
c/o MUST & Partners
Avenue des Arts, 50
1000, Bruxelles

Sede legale
Via Giorgio Vasari 14
00196 Roma



Coordinatore Scientifico
GIULIO SAPELLI

Direttore Editoriale
GIANLUCA COMIN

Direttore Responsabile
LELIO ALFONSO

**Art Director e
Coordinatore di Redazione**
ELISA RUSSO

Comitato Editoriale
GIULIO SAPELLI
GOVANNI CASTELLANETA
GIANLUCA COMIN
ELENA DI GIOVANNI
GIANLUCA GIANSANTE
LELIO ALFONSO
FEDERICO FABRETTI

Redazione
ALESSANDRO ANTONELLI
GAETANO FEBBRAIO
VALERIO GRECO
BEATRICE PECCHIARI
ELISA RUSSO
ANDREA VALLONE

Graphic Design
TIZIANO GROSSI

Stampa
LITOSTAMPA VENETA S.R.L.



Indice

Racconti di Pietroburgo, Il ritratto di NIKOLA GOGOL	7	IL POTERE DIETRO I MERCATI	
Sulla finanza nel mondo: dalla fiducia alla governance di GIULIO SAPELLI	8	Opere filosofiche giovanili dei KARL MARX	43
Il peso e il prezzo della fiducia di GIANLUCA COMIN	16	Austerità e controllo, così si gestisce il potere di CARLO AMBROGIO FAVERO	44
In nome del debito intervista a PAOLO ZANNONI	18	Oligarchie tecno-finanziarie: chi plasma il futuro di STEFANO FELTRI	48
Dal Congresso di Vienna a Lehman Brothers: l'ascesa della finanza mondiale di NICCOLÒ VALMORI	22	L'attacco delle criptovalute alle politiche monetarie di PIETRO SPIRITO	52
Oltre il mandato: il nuovo ruolo delle banche centrali intervista a ROBERTO SOMMELLA	26		
La Banca Europea per gli Investimenti al servizio del cambiamento intervista a MILENA MESSORI	30	IL PESO INVISIBILE DEL DENARO	
Capitalismo di guerra, economia per la pace intervista a ALBERTO SARAVALLE a cura di BEATRICE PECCHIARI	34	Too big to fail - Il crollo dei giganti di PETER GOULD	57
L'arte non è moneta intervista a FRANCESCO BONAMI a cura di ELISA RUSSO	38	Contabilità pubblica come leva strategica: il nuovo protagonismo dello Stato nell'economia di DARIA PERROTTA	58
		Fusioni e acquisizioni: opportunità di sviluppo o leva di potere di mercato? di MARIO COMANA	62
		Il capitale paziente: strategie pubbliche per uno sviluppo sostenibile di FABIO MASSOLI	66
		Finanza e piccole imprese: mondi distanti costretti a convivere di PAOLO MANFREDI	70

IL CAPITALE UMANO

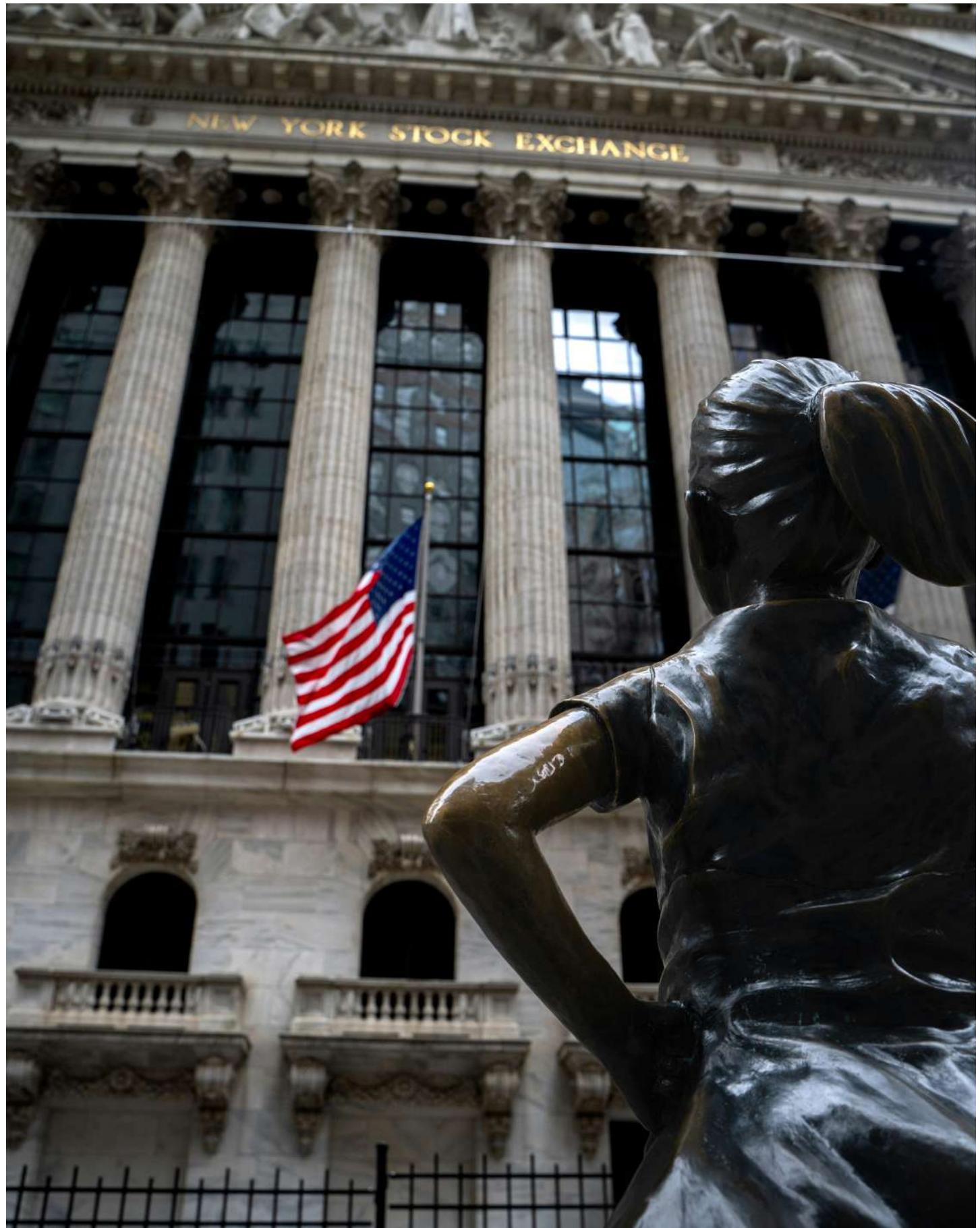
La città del Sole di TOMMASO CAMPANELLA	75
Una finanza a misura di futuro di UGO BIGGERI	76
Etica e rendimento: cosa insegna la finanza islamica di DANIELE ATZORI	80
Il capitale virale di STARTING FINANCE	84

ALGORITMI E MONETE DEL FUTURO

Robinson Crusoe di DANIEL DEFOE	89
I dilemmi della società senza contante intervista a PAOLO BONOLIS a cura di GAETANO FEBBRAIO	90
Bitcoin, Blockchain e il futuro che (forse) è qui di MASSIMO BERNASCHI	94
Sogno (e rischio) di una finanza decentralizzata di LUCA FANTACCI	100

IL COSTO DELLA TRANSIZIONE

Money di PINK FLOYD	105
Ecco chi guida davvero la finanza sostenibile di MARCO MIGLIORELLI	106
La nuova strategia economico-energetica degli Usa intervista a MARCO MARGHERI a cura di ANDREA VALLONE	110
Siamo pronti a pagare il conto della transizione? di MASSIMO NICOLAZZI	116







Racconti di Pietroburgo, Il ritratto

Nikolaj Gogol

I pacchi di banconote s'accumulavano nei suoi forzieri e, come ciascuno cui sia stato concesso questo terribile dono, egli divenne cupo, inaccessibile a tutto tranne che all'oro, sordido senza motivo, uno svergognato raccoglitrice di ricchezze; e già si preparava a divenire uno di quegli esseri strani, tanto numerosi nel nostro ingrato mondo, cui guarda con spavento l'uomo d'intelletto e di cuore, al quale essi paiono sepolcri imbiancati, con un cadavere dentro al posto del cuore.

Sulla finanza nel mondo: dalla fiducia alla governance

Giulio Sapelli



«Questa naturale e progressiva consunzione dei capitali agrarj, la quale trae con sé una proporzionata diminuzione di reddito, esige che l'uomo con sempre nuovi capitali soccorra alla possidenza. Il che si fa per due modi. O l'uomo mette in disparte ogni anno una porzione dei frutti della terra per riversarli sul di lei seno e darle alimento. O l'uomo deve cercar lucro, aggiungendo pregio alle materie disutili; il che egli fa sì col lavorarle, sì col trasportarle altrove per farne cambio con qualche oggetto più opportuno a' suoi casi. Le materie su cui si esercitano queste due operazioni delle arti e del commercio, costituiscono la ricchezza mobile; mentre la terra cogli edificj e le adjacenze consacrate al suo immediato servizio costituiscono la ricchezza prediale. Prescindiamo per ora dai capitali forniti dall'industria e dal commercio; supponiamo che la terra venga alimentata soltanto dai capitali di origine agricola, ossia dai risparmj fatti dal proprietario, ossia dalla differenza tra il reddito ed il consumo. Nei modi che abbiamo enumerati,

molte forze tendono a decimare il reddito della terra; e molte altre forze spingono l'uomo ad accrescere i consumi e a portare le spese a livello delle rendite ed anche a varcarlo. Quindi se si dovesse alimentare la fecondità del terreno unicamente colla porzione dei frutti che fosse residua al consumo, ne accadrebbe che per difetto d'alimento la fecondità delle terre verrebbe meno, e scemerebbero i redditi stessi. La diminuzione dei redditi restringerebbe sempre più il residuo destinato ad alimentare la terra; quindi la diminuzione dei redditi s'andrebbe sempre più aggravando».

Così Carlo Cattaneo nelle sue *Le interdizioni Israelitiche*, un testo che apre l'orizzonte sul reticolo politico, scientifico e religioso che ogni volta ci avvolge quando si discorre di finanza, ieri e oggi, fuori dai luoghi comuni e dalla retorica a cui siamo da troppo tempo adusi. Tutto il pensiero economico classico, prima della controrivoluzione neoclassica e marginalista, aveva inteso la finanza come progenitrice di ricchezza, copiosa dei doni del benessere... era ben lungi dal pensarla, insomma, come speculazione o attività che s'opponesse alla circolazione delle merci. Essa, invece, ne favoriva la circolazione e la valorizzazione, come giunse a dispiegare nella sua lucidissima capacità critica Karl Marx nel Quinto libro de *Il Capitale*.

Era, del resto, la tesi che fece propria il pensatore oggi più attuale di tutti, quel Karl Polanyi de *La grande trasformazione* che sorprende con fuochi d'interesse che s'accendono abbaglianti, per poi spegnersi d'un tratto... Ma il suo pensiero perenne brucia sotto la cenere e ancora e sempre illumina la via della Comprensione. Questa rivista non può non ricordarlo.

In Karl Polanyi, infatti, la finanza è vista come parte integrante della dinamica della società e del mercato, e non come sfera separata e autonoma. Si critica, nell'opera tutta di Polanyi, l'idea di un mercato "autoregolato" dove la finanza è una merce come tutte le altre, e si sottolinea, invece, come la finanza sia sempre immersa nelle relazioni sociali e politiche e le co-determini.

Il potente strumento sociale che rese effettivo, per esempio, (e questo è il tema dei temi, con la sua sconvolgente e terribile attualità) l'interesse per la pace nel secolo in cui nacque la modernità fu l'*Haute Finance*, ossia quella finanza di relazione dinastica e non borghese... familiare della famiglia allargata e non della famiglia nucleare... famiglia internazionale sino ai settimi cugini e non nazionale. L'Alta finanza, i cui esponenti che appartenevano alla

stessa dinastia combattevano la guerra su opposti fronti e contavano le morti dei soldati al loro comando con pari freddezza e partecipazione insieme con cui, nel frattempo, discutevano negli stessi Consigli di Amministrazione.

Il prodigo della crescita capitalistica furono l'*Haute Banque* e la grande banca mista che ne derivò, dove interessi industriali, commerciali, finanziari, politici e dinastici, si amalgamavano in un mondo che ci appare oggi tanto lontano quanto rimpianto.

Se si rilegge il capolavoro del maestro di coloro che quello straordinario fenomeno studiarono (e furono tutti francesi i migliori, e questo dice tutto, o quantomeno molto, della storia del mondo), ossia il capolavoro di Maurice Lévy-Leboyer, *Les Banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIX siècle*, ben si comprende la «straordinaria conquista del Continente da parte del fenomeno industriale: una conquista rapida, assoluta e irreversibile, dalle conseguenze più varie: una conquista che, partita dalle Isole Britanniche — paradiso della tecnica — fin dalla fine del XVIII secolo, ha progressivamente invaso l'intero spazio europeo, sostituendo alla civiltà del passato una civiltà del tutto nuova. Senza dubbio, un simile processo non può essere ricondotto a una spiegazione unica; tuttavia, è incontestabile che la questione dell'investimento occupi un posto centrale tra tutte le interpretazioni. Essa si poneva con ancora maggior urgenza in quanto, nella prima fase del fenomeno — quella iniziale — l'opinione comune non attribuiva alla banca un ruolo trainante»¹.

Tutto si produsse in Europa nel secolo che va dal Congresso di Vienna, dove si consumò la fine della Francia Napoleonica e si ritardò l'avvento dell'Europa della borghesia tra immense sofferenze, per giungere alle soglie della Prima Guerra Mondiale.

Quello “strumento”, quel “*role moteur*”, fu l’alta finanza. Essa ingenerava il suo potere grazie ad essere “un mondo” non governato dagli Stati (appena nascenti o costruentisi sotto la forma del dominio imperiale e non nazionalistico), ma dalle “grandi famiglie”. Le “grandi famiglie” che costruivano il principale legame tra l’organizzazione politica e l’organizzazione economica del mondo. La finanza poteva così agire come elemento moderatore delle propensioni di potenza degli Stati sovrani minori e di quelli che, dominando questi ultimi con geometrie variabili, esercitavano il dominio sul mondo in una scacchiera che costituiva il concerto

¹ «L'extraordinaire conquête du Continent par le phénomène industriel; conquête rapide, absolue, irréversible, conséquences les plus variées: conquête qui, partie des îles Britanniques paradis de la technique — dès la fin du XVIII^e siècle, envahit progressivement l'espace européen tout entier, substituant à la civilisation du passé une civilisation toute nouvelle. Sans doute, un tel processus ne peut appeler une explication unique; mais, il est incontestable que la question de l'investissement se trouve placée de toutes les explications; elle était d'autant plus pressante que l'opinion commune n'attribuait pas à la Banque, dans la première phase du phénomène — celle due démarrage — un rôle moteur».

delle grandi potenze e di cui la grande finanza fu l'elemento di centralizzazione e di pacificazione, sino a quando il principio di nazionalità sostituì quello dinastico nel governo mondiale. E allora un altro mondo, anzi due ben diversi mondi, s'aprirono non solo per la finanza: quello europeo e quello nord americano, sin dall'inizio integralmente borghese, a differenza di quello dell'origine della finanza e di molte altre cose.

Per questo la finanza nord americana fu profondamente diversa da quella europea sin dagli inizi. Ricordate come inizia il capolavoro di Alexis De Tocqueville?

«Tra le novità che attirarono la mia attenzione durante la mia permanenza negli Stati Uniti, nessuna mi ha maggiormente colpito dell'uguaglianza delle condizioni. Senza fatica constatai la prodigiosa influenza che essa esercita sull'andamento della società: essa dà allo spirito pubblico una determinata direzione, alle leggi un determinato indirizzo, ai governanti dei nuovi principi, ai governati abitudini particolari.

Subito mi accorsi che questo fatto estende la sua influenza assai oltre la vita politica e le leggi, e che domina non meno la società civile che il governo: infatti crea opinioni, fa sorgere sentimenti, suggerisce usanze e modifica tutto ciò che non crea direttamente. Pertanto, più studiavo la società americana, più vedevo nell'uguaglianza delle condizioni la forza generatrice da cui pareva derivare ogni fatto particolare; e me la ritrovavo continuamente davanti come un punto centrale, in cui convergevano tutte le mie osservazioni».

L'uguaglianza delle condizioni regge lo scambio di mercato – purché si abbia il possesso o l'uso del denaro – ed è ben diverso dalla dinastia e dalla grande famiglia secolare ch'era a fondamento dell'*Haute Banque*...

Profondamente incardinata nell'industria nascente, invece, e nel prestito di Borsa – in quella ch'era una nazione – sin da subito intimamente borghese. Niente castelli da abbattere, nessuna rivoluzione da compiersi, ma solo una terra da conquistare fisicamente, combattendo contro gli abitanti autoctoni e le grandi distanze per superare le quali occorreva un'immensa, immensa, accumulazione di denaro che poteva avvenire solo tramite un inedito strumento per l'Europa: la Borsa, che, come ci insegna Max Weber, nasce certo nel Vecchio Continente, dove mosse i primi passi nell'anseatiche città, ma che solo negli Usa ebbe il suo inveramento (pen-

siamo a quanto furono immensi i capitali raccolti per costruire le reti ferroviarie, accumulazione che poteva avvenire solo con l'indebitamento borsistico).

Si apriva così una dialettica, o un confronto, anche aspro se si vuole, tra un capitalismo irrorato, da un lato, dal sangue – ossia dall'ereditarietà e dalla successione biologica – e un capitalismo che si fondava e si fonda sul denaro raccolto tra milioni di attori chiamati azionisti e che danno immediatamente vita a una finanza che non può che essere profondamente diversa da quella europea e che abbiamo prima descritto.

Oggi il mondo è molto cambiato perché la finanza nordamericana tramite dapprima la propria avanguardia britannica, (ecco l'*anglosfera* che ha vinto due guerre mondiali), ha dominato e domina il mondo. Se ne vuole una riprova? I saggi qui compresi di due grandi studiosi, pur tanto diversi come formazione e prospettiva analitica come Luca Fantacci e Niccolò Valmori e le interessanti osservazioni di Stefano Feltri ci dimostrano che nonostante – o forse proprio per questo – la trasformazione dei capitalismi mondiali in capitalismi di guerra, il ruolo della finanza nord americana, pur nella sua incessante trasformazione tra fasi di regolamentazioni, sregolamentazioni, crisi l'una all'altra consequenti, è ancora fortissimo. Così forte da perseguire a fasi alterne anche una nuova forma di dollarificazione del mondo; proprio quando, invece, l'opinione pubblica (o ciò che ne rimane) preconizza la fine dell'egemonia monetaria degli USA su scala planetaria: essa, invece, oggi ancora caratterizza tutta l'economia mondiale.

Alla fiducia famigliare o familiistica si è sostituita la *corporate governance*, tanto delle banche centrali “autorità indipendenti”, tanto delle banche *tout court*, banche che oggi sono tutte “banche miste” perché si è superata la secolare divisione tra banche commerciali e banche d'affari, con le conseguenze che sono dinanzi ai nostri occhi, con il ricorrere delle crisi a più o meno alta intensità. E la stessa cosa vale per quelle società che non sono “banche”, ma “imprese finanziarie”, dirette alla raccolta e alla valorizzazione dei patrimoni di qualsivoglia origine... ed è qui, forse, la sola eredità che oggi rimane della *Haute Banque*. Se la “base aurea” e il “costituzionalismo della common law” erano gli strumenti che facevano ascoltare la voce della City di Londra in molte delle nazioni che avevano adottato questi simboli di adesione al nuovo ordine inter-





nazionale, oggi è il “prolungamento” nella finanza e con la finanza – della potenza della nazione – che si fa sentire il potere di controllo della finanza USA sul mondo, in un mondo in cui il dollaro è la sola moneta di riferimento che governa il commercio mondiale.

Un mondo, dunque, quello della finanza, che sarebbe tutto stato racchiuso nell’omologazione se non fosse per la permanenza nell’economia mondiale di beni che si definiscono “pubblici”. “Pubblici” non per la forma proprietaria statale, ma per una forma non diretta al profitto individuale dei medesimi, ma essenzialmente cooperativa: ovvero implica proprietà di piccoli e grandi gruppi sociali, e ne consente l’uso a tutti coloro che vogliono accedervi, seguendo regole che ne assicurano l’infinita riproducibilità. Si pensi a quella poligamia delle forme dello scambio e insieme della proprietà, descritta nella *Caritas in Veritate* (cooperativa, *not for profit*, capitalistica): si nota immediatamente, in questo fiorire di forme di condivisione nella sfera economica, l’assenza sia della proprietà collettiva di stampo mutualistico sia della negazione del profitto come indicatore della proprietà privata delle forme regolatrici e di misurazione della performance dell’impresa. E ciò accade appunto nel *not for profit* e nella banca cooperativa, presente in forme diversissime, certo, ma in tutto il mondo, sino a costituire con il micro credito, l’elemento consustanziale alla marcia verso migliori e sostenibili livelli di vita di milioni e milioni di persone soprattutto nell’Indopacifico e in Africa.

Ma sino a ora, nel nostro discorrere stiamo parlando delle nuvole e non delle piogge e degli uragani che da esse possono scatenarsi. Come ci ricordava Alain Greimas nel suo *Conditions d’une sémiotique du monde naturel*: «Dobbiamo postulare l’esistenza della possibilità di una semiotica del mondo naturale e concepire la relazione tra i segni e i sistemi linguistici, da un lato, e i segni e i sistemi di significazione del mondo naturale, dall’altro»².

Il che è come dire che tanto tuonò che piovve. Ed è pur vero, come ci ricordò il mai abbastanza compianto Giuseppe Berta nel suo indimenticabile lavoro *L’ascesa della finanza internazionale*, che se: «il predominio industriale-manifatturiero britannico, nonostante qualche inevitabile cedimento, sintomo di un incipiente declino relativo, e l’assenza di un’alternativa credibile dopo la sconfitta francese nella guerra franco-prussiana... (consentiva) i meccanismi di autoregolazione che gli ambienti della City di Lon-

dra seppero mettere in atto, raggiungendo livelli estremamente elevati, capaci anche di porre in essere strumenti di controllo e di intervento nei riguardi dei membri stessi della piazza finanziaria, specie quando taluni comportamenti rischiavano di essere pregiudizievoli per la stabilità dell'intero sistema».

Nella finanza dinastica che chiameremo “britannica e dominante” operavano, infatti, di già le regole di auto-sopravvivenza che saranno poi tipiche degli “intermediari finanziari” della finanza attuale e che se potessero essere distesamente applicate limiterebbero di molto le ricorrenti crisi finanziarie a cui siamo mondialmente adusi.

Quello che fa la differenza – diversamente da quanto accadeva ai tempi della *Haute Finance* dove tutto si fondava sulle relazioni di fiducia interpersonali, garantite dalla riprovazione morale – sono oggi le tecnologie e le *capabilities* estremamente diffuse che consentirebbero di impedire le crisi, se al fianco di esse non fossero via via prevalse pratiche molto pericolose per il risparmio privato quanto rischiosamente profittevoli per i gestori delle popolazioni organizzative privatistiche che governano la circolazione delle monete simboliche.

Si tratta financo di monete non riconosciute dalle stesse banche centrali, ossia le cosiddette *criptovalute*, e di monete statuali diverse da quella dominante, il dollaro statunitense, che sostituì l’oro come fondamento degli scambi dopo gli accordi (imposti dagli USA) di Bretton Woods che seguirono alla sconfitta nord americana in Vietnam, nel 1975. Un grande sommovimento di nuvole cariche di tuoni e lampi e piogge allora invisibili nel cielo che fu annunciato con una straordinaria operazione di comunicazione non della finanza mondiale – che ne era la vera protagonista dentro il palcoscenico – ma per voce degli esponenti delle classi politiche autorappresentantisi come i munifici “potenti della terra”, piuttosto che come i “potenti della finanza”.

Si trattò del fatidico incontro che si svolse nel Salone dei Cinquecento, a Firenze, dove il 21 novembre 1999 si riunirono gli allora Primi Ministri delle nazioni dominanti – sotto l’egemonia anglosferica – per celebrare “Il riformismo nel XXI secolo”. Si celebrava quello che si sarebbe chiamata con una inaudita fortuna comunicativa “la globalizzazione”, ossia un mondo fondato sulla pervasività dominate della finanza nell’inveramento di un mercato che ora si



² «Il nous faut postuler l’existence de la possibilité d’une sémiotique du monde naturel et de concevoir la relation entre les signes et les systèmes linguistiques, d’une part, et les signes et les systèmes de signification du monde naturel, de l’autre».



voleva, appunto, “mondializzato”. La novità rispetto a quanto abbiamo sin qui detto (ed era la trasformazione sconvolgente che via via tutti accettarono senza fiatare) era l’attuazione assai rapida di un enorme complesso di norme legislative e regolamentari statuali e non statuali dirette a controllare l’attività di tutti gli intermediari finanziari: era la cosiddetta *governance*, che avrebbe d’ora innanzi dominato la finanza di tutto il mondo.

Gli attori ne sarebbero stati quei *manager* che realizzavano la cosiddetta “teoria dell’agenzia”, chiudendo la funzione di utilità tra proprietà e controllo in forma non più asimmetrica (così sostenevano i fautori delle nuove teorie neoclassiche) grazie al fatto che la loro remunerazione sarebbe avvenuta d’ora innanzi con le *stock options*, ossia come accadeva e accade con gli azionisti, ossia con le *shares*. Nel caso dei manager risultavano così autoprodotte da sé medesimi: la sanzione morale veniva sostituita dagli incentivi, con tutte le conseguenze opportunistiche che ciò comportò e comporta sempre, come è tipico della fine del mondo regolato dalla fiducia e dalla sanzione non legislativa, ma morale.

Il ché è ciò che è successo con la sostituzione del *managerial capitalism* con l'*owner capitalism* abolendo così la divisione tra proprietà e controllo e concedendo ai manager il potenziale potere illimitato che a loro dona un’asimmetria informativa che diviene sempre più grande. È questo il nuovo compito che attende tutti coloro che profondono il loro impegno di lavoro manageriale e direttivo e di studio e di ricerca nella foresta della finanza mondiale: far convivere sanzione morale tra persone regole di governo che possono oggi dotarsi e addirittura fondarsi su tecnologie di controllo sempre più sofisticate e cogente. Si apre un campo immenso di innovazioni di responsabilità personali e collettive.

Sempre più sale in me il rimpianto di non possedere più quel “divino dono della giovinezza” – come lo chiamava Goethe – per partecipare pienamente a questa impresa.

Il “classico” *laissez faire* di Frédéric Bastiat e compagni lascia il posto a un mondo pieno di rischi e di contrasti che nessuno aveva previsto nell’euforia borsistica e matematizzante che pervase i tempi qui evocati della grande trasformazione, nella quale siamo ancora profondamente immersi. Ed è in questo mondo che cerchiamo di essere, tutti noi, i protagonisti.

Il peso e il prezzo della fiducia

Gianluca Comin

C'era una volta il mercato. Non un semplice luogo di scambio, ma un'idea che ha attraversato i secoli: promessa di libertà e progresso, ma anche di rischio e disuguaglianza. Nelle piazze medievali era fatto di grida, contrattazioni e strette di mano. Nei secoli successivi è diventato borsa, banca, finanza globale. Oggi vive nei grafici che scorrono sugli schermi e nei codici invisibili che regolano criptovalute e algoritmi di trading. La sua forza sta nella capacità di adattarsi e reinventarsi, restando sempre al centro della vita collettiva. "Era il mercato, bellezza!", verrebbe da dire, parafrasando la celebre battuta di Humphrey Bogart ne Il grande sonno: un'espressione ironica, ma capace di cogliere la sostanza delle nostre società.

Parlare di mercato, oggi, significa misurarsi con una realtà che va ben oltre la finanza. È l'arena in cui si intrecciano fiducia e conflitto, regole e trasgressioni, innovazione e crisi. Giulio Sapelli ci ricorda come la finanza sia stata sin dall'inizio linfa vitale della modernità: motore di crescita e di trasformazione, ma anche fonte di squilibri. Il mercato è dominato da attori che hanno un peso enorme sulle nostre vite: banche centrali che, con una decisione, spostano equilibri globali; istituzioni pubbliche che orientano gli investimenti; fondi sovrani che muovono capitali più grandi dei bilanci di molti Stati. Ma non è solo questione di grandi numeri: riguarda anche la vita quotidiana di imprese e famiglie, il credito, i mutui, la possibilità di costruire futuro.

E tra tutti i campi, l'energia è quello che più mostra come il mercato sia insieme strumento e campo di battaglia. Le guerre degli ultimi anni hanno insegnato che il prezzo del gas o del petrolio può cambiare i destini di un Paese più di qualsiasi alleanza. Le grandi scelte sulla transizione ecologica – dall'idrogeno verde al nucleare, dalle rinnovabili ai nuovi sistemi di accumulo – non sono più solo dossier tecnici, ma questioni di sovranità e di potere. Il mercato dell'energia è specchio perfetto di questo tempo: globale e interdipendente, ma fragile, attraversato da tensioni geopolitiche e da spinte tecnologiche che lo rendono insieme indispensabile e instabile.

La tecnologia aggiunge un ulteriore livello di complessità. Blockchain e criptovalute hanno aperto nuove frontiere; l'intelligenza artificiale promette di cambiare la velocità e la natura stessa delle transazioni. Ma anche qui,

senza energia e senza reti resilienti, nessuna infrastruttura finanziaria digitale potrebbe esistere. L'economia virtuale resta legata a condizioni molto concrete: l'approvvigionamento di risorse, la sicurezza degli impianti, la stabilità dei sistemi elettrici.

Il mercato, tuttavia, non si esaurisce in numeri e infrastrutture. È anche cultura e immaginario. Lo vediamo quando l'arte diventa asset finanziario, quando i meme influenzano le scelte degli investitori più giovani, quando la finanza etica cerca di conciliare rendimento e responsabilità sociale. Sono segnali di un mercato che cambia linguaggi e forme, ma che resta profondamente legato alla fiducia: senza fiducia nelle istituzioni, negli Stati, nelle comunità, nessun mercato può sopravvivere.

La finanza resta quindi il termometro dei nostri tempi. Lo vediamo nei prezzi dell'energia, che oscillano seguendo decisioni geopolitiche e tensioni sui rifornimenti; nei tassi d'interesse che incidono direttamente sulla vita di famiglie e imprese; nei mercati digitali che aprono scenari tanto promettenti quanto fragili. Non c'è aspetto della vita sociale che ne resti fuori: dal costo dei beni essenziali al destino delle filiere industriali, fino agli investimenti sulla transizione ecologica. La sfida è tenere insieme crescita e coesione, senza lasciare che l'instabilità finanziaria travolga comunità e territori.

In questo senso, comprendere il mercato significa anche capire i suoi limiti. Perché non basta affidarsi alla sua presunta capacità autoregolatrice: servono istituzioni forti, politiche lungimiranti e un tessuto sociale capace di reggere gli urti. Solo così il mercato può continuare a svolgere la sua funzione originaria: favorire lo scambio, sostenere lo sviluppo, creare opportunità. Non un mito salvifico, dunque, ma uno strumento che va governato con responsabilità.

In un'epoca di policrisi, ricordare che "C'era una volta il mercato" significa riconoscere che dietro ogni cifra ci sono persone, dietro ogni algoritmo ci sono scelte politiche, dietro ogni bolletta o barile di petrolio ci sono equilibri geopolitici e ambientali. È questa la sfida di oggi: riportare il mercato alla sua dimensione autenticamente umana, fatta di limiti e possibilità, di regole e trasgressioni, di solidarietà e conflitti. Perché, come sempre, dietro la finanza non c'è solo il denaro. Ci siamo noi.

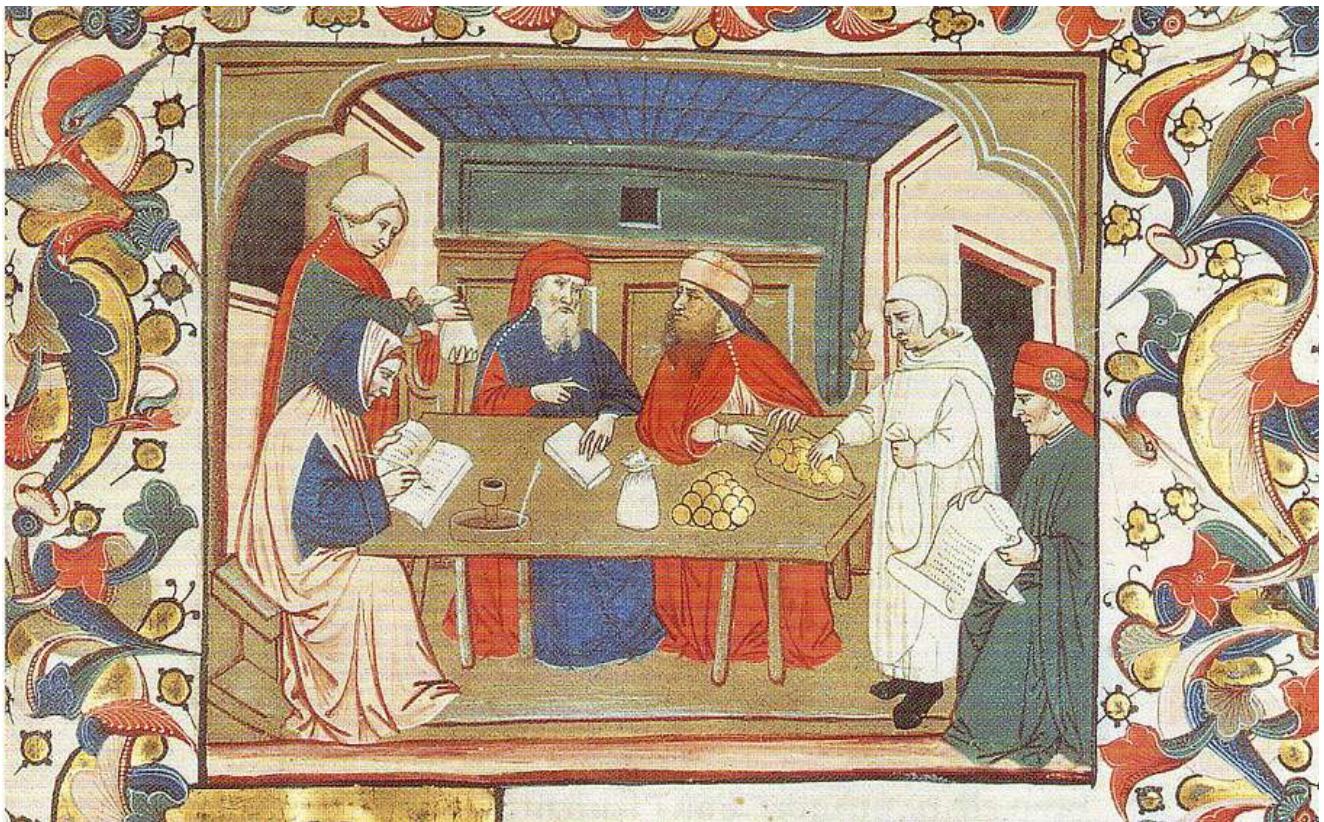
In nome del debito

intervista a **Paolo Zannoni**

La banca, è un'invenzione italiana. Paolo Zannoni, nel libro *Moneta e promesse. Sette storie di banchieri che hanno plasmato il mondo moderno*, riscopre la genealogia della banca ed esamina la sua internazionalizzazione in oltre trecento pagine e trentadue tavole. Pisa, Venezia: prima che nascesse la Banca d'Inghilterra, prima che il congresso continentale Nord Americano creasse la prima banca "Nazionale" per combattere gli Inglesi, gli italiani avevano già inventato e strutturato il debito bancario.

Le banche sono quindi un'istituzione che è nata parlando Italiano. «Fino alla creazione della Banca d'Inghilterra, racconta Paolo Zannoni, la lingua della finanza era l'italiano, non l'inglese, il francese né il tedesco. I banchieri internazionali che finanziavano l'impero spagnolo erano italiani, perché la Spagna non aveva un forte sistema bancario autoctono». A Pisa, già nel XIV secolo, i banchieri Paranzzone Grasso e Donato Del Maestro Pietro costruivano con il libro mastro della loro banca (il *Libro dell'a del banco di Paranzzone Grasso e Donato Del Maestro Pietro*) le transazioni che eseguiva la piccola compagnia di cui erano soci e creavano già moneta di Banco.

L'Inghilterra e la Germania sarebbero arrivate solo secoli dopo e, anche allora, guardando a Venezia. Lo testimoniano le lettere spedite da Federico II di Prussia nel 1753 al banchiere tedesco Hugo Streit, in cui il sovrano chiedeva che gli fosse inviato un mercante veneziano che avesse buona conoscenza del funzionamento del Banco Giro: il re voleva incontrare qualcuno che insegnasse ai propri consiglieri come trasformare in moneta il debito a breve dello Stato.



Lady Debt

In *Moneta e promesse*, Paolo Zannoni nomina la sorella gemella della moneta, *Lady Debt*, colei al cui servizio è ogni banchiere. Sorella più minacciosa e trascurata, è lei a reggere tutto il sistema, perché senza fiducia non c'è debito, senza debito non c'è moneta e senza moneta non c'è scambio. «La moneta delle nazioni è il debito delle banche, è la loro promessa di pagare chi la riceve», spiega Paolo Zannoni. «La moneta bancaria è una promessa, la promessa delle banche ed è questa promessa che circola come valuta nazionale e non». È un processo estremamente lineare, la cui gestione può però diventare complessa. Il valore della moneta moderna non risiede in un bene materiale ma nella catena di debiti che la sostengono di promesse che si sostengono a vicenda fino a quando uno o più cedono.

Per comprendere il meccanismo, Paolo Zannoni usa l'esempio di un pagamento con carta di credito. «Quando paghiamo un acquisto con la nostra carta di credito, è il gestore della carta che promette al venditore che pagherà il prezzo pattuito. E il gestore si indebita perché noi gli abbiamo pro-



messo che pagheremo i debiti da lui fatti per noi. La catena di debiti è una costruzione che resiste fino a quando ogni promessa viene mantenuta e fino a quando possiamo contare sull'intervento dello stato in caso di incrinature significative».

Lady Debt, allora, è presenza costante e vitale ed è proprio lei a far girare il mondo. Anche se noi le preferiamo la gemella *dame credit*.

Per comprendere meglio il funzionamento della moneta, bisogna smettere di immaginarla come un oggetto e vederla come quello che è: un sistema di debiti – promesse di stati, istituzioni, cittadini, imprese, banche. *Moneta e promesse* lo dimostra con rigore documentale e forza evocativa: dalle lettere di cambio medievali ai *ledger* di istituzioni bancarie ciò che conta non è il supporto – carta, *bit*, argento – ma l'ordine delle promesse e la credibilità di chi le fa. Paolo Zannoni insiste su un punto spesso ignorato: «Quando la moneta era un pezzo d'argento, non funzionava così. Ma i debiti scritti sul libro mastro dei banchieri e la circolazione dei *bill of exchange*, delle lettere

di cambio, col tempo sono diventate la valuta (*currency*) delle nazioni. La vera moneta non è un pezzo di metallo. È il debito creato dalle annotazioni sui libri mastri dei banchieri come quelli custoditi nella Pisa del Trecento o nella Rialto della Serenissima. I Debiti delle banche sono *currency*, che in inglese è una parola molto precisa».

È un errore considerare la moneta come un affare tecnico, un prodotto della matematica finanziaria. La moneta moderna nasce dalla collaborazione tra lo Stato e il sistema bancario. «La moneta di ogni Stato è il debito del suo sistema bancario» spiega Zannoni. «È un patto tra due grandi istituzioni: da un lato lo Stato sovrano, dall'altro il sistema bancario. E la banca centrale è il link, l'anello che li connette». Questo legame produce benefici, ma anche vulnerabilità. La società, racconta Paolo Zannoni, «è insieme beneficiaria e vittima potenziale» di questo accordo.

Le banche, in questo schema, sono le officine dove il debito – pubblico e privato – si trasforma in moneta. E quando il sistema vacilla, lo Stato interviene. Ma cosa succede quando la successione di promesse cliente-banca-Stato su cui si fonda la moneta non arriva più da una banca? Quando a creare ed emettere moneta non sono banca e stato ma un algoritmo? È qui che si apre il grande spartiacque tra valute tradizionali e criptovalute, tra debiti e creazione attraverso un *mining* decentrato. Paolo Zannoni, chiarisce con precisione la distanza tra i due mondi. «La criptovaluta è creata da formule e algoritmi, e viene validata da transazioni. Per ora Stato e banche c'entrano poco o nulla». Per questo la criptovaluta è moneta ma non *national currency* ancora. Il cuore del cambiamento è tutto qui: non c'è più un soggetto centrale che promette di onorare un debito, ma una rete che crea e certifica ogni transazione.

Paolo Zannoni è Vicepresidente Vicario del Consiglio di Amministrazione e Amministratore Esecutivo di Prada Group e advisor internazionale per Goldman Sachs. Partner di Goldman Sachs per oltre vent'anni, è stato presidente di Prysmian, Autogrill e Fiat USA. Presso la Yale University, è membro dell'Advisory Board dell'International Center for Finance e del Jackson Institute. Si è formato nelle università di Bologna, Firenze (con Giovanni Sartori) e Yale. *Moneta e promesse. Sette storie di banchieri che hanno plasmato il mondo moderno* (Rizzoli, 2024) è il suo primo libro.

Crisi bancarie e fiducia eterna

Se la moneta è una successione di promesse ogni crisi bancaria è un momento in cui questo sistema vacilla. Ma una delle tesi più forti di *Moneta e promesse* è che queste crisi, per quanto gravi, non sono mai riuscite a distruggere la moneta come debito delle banche. Le crisi bancarie, sono ricorrenti, la moneta bancaria entra in crisi. Ma poi – più o meno lentamente – rinasce più forte di prima; fino alla prossima crisi. Perché quando le promesse delle banche vacillano serve un atto sovrano per puntellarle. E questi atti sovrani non sono mai stati negati.

Dal Congresso di Vienna a Lehman Brothers: l'ascesa della finanza mondiale

di Niccolò Valmori

Nell'Europa ridisegnata dal Congresso di Vienna, il primo ministro francese il duca di Richelieu esclamava che sul continente erano sei le potenze che mantenevano l'equilibrio politico: «Gran Bretagna, Prussia, Francia, Austria, Russia, e Baring». Aldilà dell'autenticità della citazione, essa evidenzia bene come una banca privata fosse considerata non solo un attore economico ma un vero protagonista anche della diplomazia internazionale. Al pari di Baring solo Rothschild, con succursali dirette da membri della famiglia ma autonome tra di loro, istituite a Francoforte, Vienna, Parigi, Londra e Napoli, poteva competere nel ruolo di banca privata e intimo consigliere delle principali potenze europee. Oltre a dedicarsi a speculazioni su materie prime e investimenti commerciali, Baring and Rothschild divennero le principali banche nel gestire le emissioni obbligazionarie delle principali potenze europee.

Nel corso del diciannovesimo secolo la crescita economica nei Paesi europei e in Canada e Stati Uniti andò di pari passo con la crescita del numero degli attori bancari con l'eccezione del Regno Unito, dove fino al 1826 nessuna banca con più di sei partner poteva operare nell'area di 65 miglia da Londra. Con il crescere della domanda di capitali, dovuta allo sviluppo industriale, si affermano in tutta Europa banche commerciali ad azionariato diffuso.

Lo sviluppo industriale in settori bisognosi di importanti riserve di capitali – come le ferrovie, le compagnie d'estrazione mineraria, o più in generale i settori ad alto tasso tecnologico dell'industria pesante – resero sempre più

Niccolò Valmori è ricercatore presso il Robert Schuman Center, Istituto Universitario Europeo, e il Dipartimento di Storia Economica della London School of Economics dove ha insegnato "History of Banking systems". Dopo il dottorato ottenuto all'Istituto Universitario Europeo ha ricoperto incarichi di insegnamento e ricerca presso numerosi istituti internazionali tra i quali l'*Institut d'Études politiques*, l'*École des Hautes Études en Sciences Sociales*, Stanford University, University of Pennsylvania e King's College, Londra. Tra i suoi interessi principali l'evoluzione storica dei rapporti tra finanza e politica, oggetto del suo libro *Banking and Politics in the Age of Democratic Revolution* (Liverpool University Press, 2023).

centrali le banche commerciali chiamate ad investire i loro capitali nei nuovi settori industriali. Legandosi strettamente ai settori industriali avanzati, le banche commerciali risentirono grandemente del rallentamento della produzione che spesso generava episodi di crisi finanziarie sistemiche. Il diciannovesimo secolo è costellato di crisi finanziarie come quella del 1825, 1847, 1857, 1873 and 1893 nelle quali investimenti in Paesi emergenti, come nell'America del Sud, e rallentamenti della crescita economica, dopo un periodo di rapido sviluppo economico, terminavano in rovinosi crolli dei mercati azionari.

Alla vigilia del primo conflitto mondiale la Gran Bretagna era di gran lunga il primo Paese al mondo per investimenti all'estero e la piazza di Londra era il mercato finanziario più importante al mondo. La maggior parte degli investimenti britannici si riversava nei Paesi dell'impero e nel continente americano mentre gli investitori francesi, come i loro vicini tedeschi, privilegiavano l'Europa, inclusa la Russia, e il vicino Oriente. Negli Stati Uniti invece predominava la tendenza ad investire nell'America Latina ed in Europa. Benché Stati Uniti e Germania avessero sopravanzato la Gran Bretagna nella produzione industriale, Londra rimaneva la prima borsa mondiale per importanza grazie alla centralità della City nel sistema dei pagamenti internazionali e della concentrazione di servizi finanziari. Il dominio della City era anche reso possibile dal ruolo della sterlina come valuta di riserva internazionale grazie ad una bilancia commerciale favorevole. Il ruolo centrale della City, la sterlina come valuta di riserva e scambio internazionale costituiscono le principali caratteristiche del primo regime monetario aureo. La grave crisi degli anni Venti, caratterizzata dal susseguirsi di un boom legato alla ricostruzione per poi finire in un nuovo crash, mise fine al dominio della sterlina e al sistema aureo. Inoltre una serie di collassi finanziari come il fallimento della banca austriaca Creditanstalt (1931) seguita poi dal crollo della tedesca Danat aggravarono la crisi economica europea. Mentre negli Stati Uniti oltre il 40% delle banche fallirono nel corso degli anni Trenta, in Paesi dove le banche potevano sviluppare filiali in diverse aree – come il Canada o l'Australia – il propagarsi della crisi ebbe effetti minori.

La Grande Depressione e le crisi bancarie negli Stati Uniti e nell'Europa continentale portarono ad un nuovo rapporto tra politica e finanza dove lo stato introduceva vincoli più stringenti alle attività bancarie distinguendo la divisione tra attività bancarie commerciali da quelle di investimento. Questo principio era alla base del *Glass Steagall Act* negli Stati Uniti ma nuovi limiti alle attività bancarie erano al centro di numerose leggi bancarie che vennero approvate tra il 1930 e il 1940 (1934 legge bancarie in Germania e

Svizzera, 1936 nazionalizzazione della *Banque de France*, 1936 legge bancaria in Italia). Inoltre la Grande Depressione pose fine al dominio della sterlina come moneta di riserva di riferimento e l'abbandono della convertibilità in oro della sterlina nel 1931 segnò la fine del dominio di Londra come piazza finanziaria di riferimento.

Il nuovo ordinamento monetario internazionale prende forma nel 1944 alla conferenza di Bretton Woods. In quell'occasione il dollaro prende ufficialmente il posto della sterlina come valuta di riserva mondiale garantendo la sua convertibilità in oro. Il sistema di Bretton Woods resse fino allo shock petrolifero del 1973 e con la conseguente fine della convertibilità in oro del dollaro. Questo periodo segna una maggiore presenza dello stato nel condurre vari settori strategici dell'economia imponendo vincoli più stringenti all'attività bancaria. Per un quarto di secolo le banche di quasi tutto il mondo operano in uno scenario dove i tassi d'interesse rimangono strettamente controllati e le banche non sono libere di investire in qualsiasi asset. In queste condizioni, se si esclude il fallimento di Herstatt bank nel 1974, il panorama bancario era particolarmente immune da crisi finanziarie.

Gli anni Settanta però si caratterizzano per un serio rallentamento della crescita del prodotto interno lordo delle principali nazioni che devono anche fronteggiare un aumento dell'inflazione in quel fenomeno passato alla storia al nome di *stagflation*. Di fronte a queste condizioni le banche statunitensi, così come quelle europee e giapponesi, decidono di aggirare i vincoli sui tassi d'interesse (la cosiddetta *Regulation Q* che impediva alle banche americane di pagare interessi su conti correnti e limitava tassi di interesse su certificati di deposito) attraverso il mercato degli Eurobond. Questo mercato consisteva in depositi e prestiti in dollari ma al di fuori degli Stati Uniti e in quanto tali non soggetti alle leggi americane che limitavano interessi su conti bancari. Attraverso questo escamotage anche il flusso di petrodollari poteva trovare nuovi utilizzi come finanziamenti diretti o indiretti a Paesi in via di sviluppo. Il mercato degli Eurodollar passò da \$4 miliardi nel 1962 a £216 miliardi nel 1973. L'espansione del mercato degli Eurobond non rimase senza conseguenze: la grande crisi del debito internazionale del 1982, che colpì in modo profondo Paesi come Messico, Brasile ma anche Paesi dell'Africa come Nigeria e Ghana, era la diretta conseguenza degli investimenti eccessivi attraverso le grandi banche commerciali dei fondi in dollari fuori dagli Stati Uniti e del rialzo dei tassi di interesse voluti dalla Fed guidata da Paul Volcker. La crisi internazionale del debito continuò per tutti gli anni Ottanta caratterizzati anche dalla crisi endemica dei Savings & Loans che costrinsero il governo federale al più grande intervento dai tempi della Grande Depressione.





Le spinte alla deregolamentazione si diffusero in tutto il mondo dando il via ad una concorrenza tra istituti bancari liberi di assumere nuovi rischi rispetto al periodo del secondo dopoguerra. L'esposizione a maggiori rischi convinse le banche dei Paesi appartenenti al G10 a dotarsi di criteri riguardanti il capitale e le riserve che ogni istituto bancario doveva mantenere. Nasceva così il primo accordo di Basilea nel 1988 nel quale il capitale delle banche veniva diviso in due livelli (*core* e *tier two*) e ogni asset aveva un rischio assegnato: dai meno a rischio (cash e obbligazioni di stato) ai più a rischio (mutui e obbligazioni di Paesi in via di sviluppo). Tale regolamentazione sarebbe poi stata rivista nel 2004 apportando nuove modifiche. Fiumi di inchiostro sono stati versati sulla crisi del 2007-2008 e sulle responsabilità delle autorità politiche – democratici e repubblicani – per aver allentato la legislazione bancaria e aver favorito l'accesso ai mutui a fasce della popolazione che non potevano in alcun modo restituire il finanziamento ricevuto. Allo stesso tempo, figure di CEO e Chairman finirono sotto i riflettori per i loro anni di guida di istituzioni che avevano ignorato i rischi sempre maggiori ai quali avevano esposto le istituzioni finanziarie. Infine, la crisi aveva messo in luce quanto i paradigmi sia del shareholder value che della razionalità del mercato fossero letture parziali destinate a sprigionare una forza distruttrice ben al di là del mondo della finanza. Così torna particolarmente attuale la lezione di Karl Polanyi sul radicamento delle élites finanziarie nelle società in cui operano. La crisi del 2007-2008 ha messo in dubbio la sostenibilità dello sviluppo tumultuoso della finanza sotto le sembianze proteiformi della cartolarizzazione. La caduta di Lehman Brothers e la contrazione dell'economia globale hanno mostrato la fragilità dell'illusione di una finanza che massimizzava utili in nome della razionalità dei mercati, come unico motore per lo sviluppo delle nazioni.

A quasi vent'anni da quella crisi, dopo che altre scosse hanno mandato segnali preoccupanti come Silicon Valley Bank e Crédit Suisse, sembra che quella crisi abbia lasciato in eredità migliori sistemi per controllare crisi di attori finanziari di prima importanza o attori regionali. Questo non toglie che un'altra crisi possa sorgere da un uso esteso di alcune innovazioni tecnologiche applicate alla finanza (*stablecoin*) oppure dalla fine dell'egemonia di una valuta come il dollaro. Se è difficile prevedere da dove verrà la prossima crisi finanziaria, sarebbe utile far memoria di quelle passate non per imparare passate soluzioni da applicare a nuovi problemi ma per cercare di mettere in discussione quale ruolo debba avere la finanza nelle nostre società permeate dalla complessità ma al tempo stesso incapaci di una visione di insieme che non limiti l'orizzonte della finanza all'esclusiva rendita finanziaria.

Oltre il mandato: il nuovo ruolo delle banche centrali

Intervista a **Roberto Sommella**

I mercati lo sanno. Basta una frase, una sfumatura, una pausa fuori posto, e tutto può cambiare: il costo del denaro, il valore dei titoli, la solidità del debito sovrano. Le banche centrali sono diventate il nuovo centro di gravità del potere economico, più ascoltate di qualsiasi governo, più influenti di molti parlamenti.

Non è una novità che le loro parole muovano lo scenario economico. Ma negli ultimi decenni, qualcosa è cambiato. Il loro ruolo si è allargato, fino a uscire dai confini usuali. Da garanti silenziosi e quasi invisibili della stabilità monetaria e della disciplina fiscale, le banche centrali si sono trasformate in attori centrali dei mercati finanziari. L'economia, che un tempo percorreva la sua strada in parallelo, oggi insegue. Il cambio di paradigma comincia in particolare con la crisi del 2008 e continua con quelle degli anni successivi, dalla pandemia all'inflazione globale, sino alle guerre (commerciali e non) dei nostri giorni. Emergenza dopo emergenza, le banche centrali sono scese in campo con nuovi strumenti, non più solo per arbitrare, ma talvolta per riscrivere le regole.

In Europa, la svolta ha una data: 26 luglio 2012, quando Mario Draghi pronunciò il celebre *Whatever it takes*. In quel momento la Banca centrale europea ha smesso di essere solo un guardiano della moneta. È diventata uno scudo politico, un attore di salvezza sistemica. Da allora il confine tra tecnocrazia e governo si è fatto sempre più labile. Dall'altra parte dell'Atlantico,

Roberto Sommella è un giornalista e scrittore, cittadino onorario di Ventotene e Cavaliere della Repubblica. Esperto di tematiche Antitrust e del mercato unico, è Direttore di MF-Milano Finanza e del sito milanofinanza.it. Nel 2021 ha vinto il Premio Agnes per il giornalismo economico, nel 2025 gli è stato conferito dall'Ordine dei Giornalisti il premio "Un Giglio Bianco per la pace e la libertà di stampa". È stato componente per l'Italia della Conferenza sull'Europa e siede nel Comitato tecnico per lo studio dell'Intelligenza Artificiale presso il Dipartimento Editoria. È Presidente dell'associazione "La Nuova Europa" e docente presso l'Università Politecnica delle Marche, ha tenuto seminari presso l'Università Luiss e l'Università Roma Tre. Ha scritto per *Corriere della Sera*, *Europa*, *HuffPost Italia*, *Avvenire*, curando rubriche su Radio Radicale e lanuovaeuropa.it. Il suo ultimo libro è *Al verde, manifesto dei tempi moderni* (Rubbettino, 2025).

con l'uso del *quantitative easing* e il sostegno massiccio al debito sovrano, la Fed ha mostrato e continua a dimostrare in modo ancora più evidente il suo ruolo da regista sul palco finanziario, capace di influenzare direttamente la liquidità e i prezzi degli asset.

Ma questo nuovo protagonismo ha un prezzo. L'equilibrio tra indipendenza, legittimazione democratica e politiche economiche è sempre più fragile. La fiducia pubblica, pilastro imprescindibile per la stabilità economica, rischia di vacillare in un contesto in cui il potere tecnico si fa sempre più centrale e meno soggetto a controllo democratico. Se le banche centrali sono chiamate sempre più spesso a rispondere a crisi sistemiche, allora è inevitabile chiedersi quali siano oggi i veri confini del loro mandato, e a chi spettino le scelte più politiche in materia economica. Quanto possono (e devono) essere autonome rispetto al potere politico? E quanto sono diventate, di fatto, arbitri di una nuova stagione economica e sociale?

«Ormai la finanza sta sopra, sotto c'è l'economia e sotto ancora tutti quanti noi». Sintetizza così Roberto Sommella, direttore di *Milano Finanza*, che questo sistema lo racconta ogni giorno. Per capire come siamo arrivati sin qui – e cosa ci aspetta – abbiamo analizzato con lui la trasformazione delle istituzioni monetarie nel contesto delle grandi dinamiche geopolitiche e delle sfide interne dell'Europa.

Come ha avuto inizio la trasformazione delle banche centrali da arbitri a protagonisti dei mercati?

Per quanto riguarda la Bce, c'è una data precisa di questo cambiamento: 26 luglio 2012. In quel giorno, in piena tempesta finanziaria che aveva colpito l'euro, Mario Draghi, presidente della Bce, pronunciò la frase più famosa e importante che possa pronunciare un banchiere centrale o un capo di stato. Egli e la sua istituzione avrebbero messo in campo tutte le misure necessarie (*whatever it takes*) per evitare la disgregazione. Ed esse sarebbero state sufficienti. Una frase diventata celebre, da stampare sulla carta moneta e chissà che non sto dando un'idea alla banca centrale europea, e soprattutto che anticipò un corposo acquisto di titoli di Stato. Da quel momento il mandato della Bce cambiò, a dispetto del suo statuto e dei tedeschi, trasformando la sua missione da tutore della massa monetaria e del livello di inflazione a tutore della moneta stessa. Da allora, e da quel bazooka, sono passati molti anni ed ora l'Eurotower è tornata alla sua missione originaria perché nel frattempo a stampare denaro ci ha pensato la Commissione Europea col debito comune post-covid del Next Generation Eu. Anche quelli, altri tempi.

Quali sono oggi gli strumenti attraverso cui le banche centrali agiscono sui mercati finanziari?

Per la Bce quanto detto sopra, la possibilità, in modo diverso rispetto al 2012, di intervenire nel mercato secondario dei titoli di stato, comprandoli. Per le altre banche centrali, come la Federal Reserve americana, che ha mantenuto stretto il rapporto col Tesoro americano, poco è cambiato perché i titoli li compra direttamente al mercato primario. Tra Fed e Bce c'è la stessa differenza che passa tra un concessionario di auto nuove (la Fed) e di auto usate (la Bce). Servono soldi? Negli Stati Uniti li emettono, li stampano (il Tesoro) e qualcuno li compra (la Fed). Proprio come i soldi che vanno alla casa automobilistica quando compri un'auto nuova. Nel caso europeo i soldi vanno ai possessori dell'auto usata, cioè coloro i cui titoli già emessi sono stati comprati dalla banca centrale.

Quali sono le principali distorsioni generate dalla centralità delle banche centrali sui mercati?

Non parlerei oggi di centralità. Donald Trump alla Casa Bianca ha riportato le leve della politica monetaria nel suo Studio Ovale, o almeno ci sta provando, perché ha ben presente che non c'è atto politico più importante, perché decide del costo della vita per famiglie e imprese, di aumentare o abbassare i tassi di interesse. Saranno tempi difficili per le banche centrali e per la loro autonomia, anche in Europa, stretta tra guerre, dazi e spinte nazionaliste in continua evoluzione.

È possibile parlare di indipendenza delle banche centrali rispetto alla politica, oppure l'intreccio con le decisioni dei governi e le pressioni dei mercati ha ormai reso questo concetto sempre più relativo?

Questa domanda si lega alla risposta precedente. Nella misura in cui una banca centrale non si fa condizionare dal presidente di turno, sarà più o meno indipendente nel decidere il costo del denaro.

Quali conseguenze ha avuto per Paesi come l'Italia il ruolo più politico assunto dalla BCE?

All'inizio negativo, perché nel 2011-2012 passò l'idea che la Bce era intervenuta per salvare il debito italiano e un po' era vero. Oggi le cose sono cambiate il nostro debito continua ad essere sostenibile (lo era per la verità anche con Silvio Berlusconi al governo) e addirittura oggi paga interessi inferiori agli Stati Uniti, un risultato straordinario per il nostro Paese conseguito dal governo Meloni con Giancarlo Giorgetti al Ministero dell'Economia.





Quanto conta oggi la Banca d'Italia? Ha ancora un ruolo o è subordinata alla logica comunitaria?

La Banca d'Italia conta meno di un tempo perché non decide più la cosa che conta maggiormente, il livello del costo del denaro, in quanto con l'euro questo potere è passato alla Bce, come la vigilanza bancaria sugli istituti sistematici di grandi dimensioni. Ma conta ancora molto per la sua storia, indipendenza e affidabilità nel perseguire la stabilità di tutto il sistema bancario. Ivi compresa l'analisi delle tante offerte pubbliche di scambio nel settore del credito italiano. Nessun governo può fare a meno di questa istituzione indipendente.

Quali sono i rischi se le banche centrali continueranno a operare come attori diretti nei mercati?

Gli attori del mercato devono essere appunto gli attori, società, risparmiatori, grandi fondi. Le banche centrali sono i registi dello spettacolo e la finanza un ponte tra l'oggi e il domani.



La Banca europea per gli investimenti al servizio del cambiamento

intervista a **Milena Messori**

Cosa succede quando la finanza smette di inseguire il profitto immediato e torna a occuparsi del bene comune? Di fronte a sfide globali sempre più intrecciate, la finanza pubblica può diventare leva decisiva per orientare lo sviluppo. La Banca europea per gli investimenti (BEI) incarna questo cambio di paradigma, agendo come motore finanziario dell'Unione Europea e catalizzatore di risorse verso progetti sostenibili e inclusivi.

Con oltre 100 miliardi di euro di investimenti previsti nel 2025, la BEI sostiene transizione verde e digitale, infrastrutture resilienti e coesione territoriale, dimostrando che visione di lungo periodo e impatto sociale possono andare di pari passo. Abbiamo incontrato Milena Messori, a capo della rappresentanza italiana della BEI, per capire come una banca pubblica europea possa guidare un nuovo modello di finanza: più paziente, più giusta, più utile alla società.

In che modo la BEI contribuisce allo sviluppo sostenibile in Europa, conciliando crescita economica, tutela ambientale e inclusione sociale?

La missione della BEI è costruire un futuro più sicuro, prospero e sostenibile, promuovendo uno sviluppo inclusivo attraverso investimenti solidi dal punto di vista economico, finanziario e ambientale. Con i nostri finanziamenti favoriamo la crescita delle aree meno sviluppate d'Europa, incentiviamo la finanza verde e stimoliamo gli investimenti sui mercati dei capitali, generando un impatto positivo e concreto sulla società.

In un contesto di crescente incertezza economica e geopolitica, il Gruppo BEI sta rafforzando il proprio ruolo anticiclico, sostenendo investimenti in settori fondamentali per la competitività e l'autonomia strategica dell'Europa: infrastrutture verdi, energie rinnovabili, sanità, istruzione, innovazione, ma anche sicurezza e difesa.

Nel 2025, puntiamo ad investire la cifra record di 100 miliardi di euro. Lo faremo utilizzando un'ampia gamma di strumenti finanziari, come finanziamenti diretti, garanzie, finanza strutturata, prestiti intermediati e partenariati pubblico-privati, con l'obiettivo di ridurre il rischio percepito dagli investitori e catalizzare capitali privati verso progetti in linea con le priorità strategiche dell'Unione Europea.

Quali indicatori sono utili per valutare l'impatto dello sviluppo sostenibile?
Il PIL resta ovviamente un indicatore fondamentale nel misurare l'impatto del nostro operato. Nel 2024, abbiamo investito 11 miliardi di euro in Italia, contribuendo ad attivare investimenti nell'economia reale per circa 37 miliardi di euro, pari all'1,7% del PIL. Tuttavia, per la BEI – che è la Banca del clima dell'Unione Europea – è essenziale integrare metriche ambientali, sociali e di governance (ESG) nella valutazione degli investimenti.

Disponiamo di un dipartimento tecnico composto da ingegneri e specialisti di settore che svolge una rigorosa analisi di fattibilità dei progetti. Questa analisi ci consente di misurare il valore aggiunto dei progetti in termini di riduzione delle emissioni, creazione di occupazione, accesso ai servizi essenziali e rafforzamento della coesione territoriale. L'impatto a lungo termine, la resilienza e l'equità sono criteri centrali per una finanza pubblica realmente sostenibile e inclusiva.

In che modo la finanza può sostenere transizione ecologica e innovazione industriale?

Alla BEI siamo sempre più convinti che non c'è contraddizione tra transizione climatica e competitività industriale. Anzi, l'industria europea sarà più forte e autonoma se saprà innovare, decarbonizzare e guidare la trasformazione tecnologica.

A sostegno del Clean Industrial Deal, a giugno abbiamo lanciato TechEU, una nuova iniziativa con cui prevediamo di investire 75 miliardi di euro nei prossimi tre anni in progetti ad alto contenuto tecnologico. L'obiettivo è mobilitare oltre 250 miliardi di euro nell'economia reale, sostenendo l'innovazione in settori strategici per la sovranità tecnologica dell'Europa, tra cui intelligenza artificiale, semiconduttori, tecnologie pulite e infrastrutture digitali avanzate.

Quali margini ha oggi l'Italia per rafforzare la collaborazione con la BEI?

L’Italia è da sempre uno dei principali Paesi beneficiari delle attività del Gruppo BEI e continuerà a ricoprire un ruolo centrale anche in futuro. Le nostre operazioni testimoniano il forte dinamismo dell’ecosistema italiano – pubblico e privato – nella transizione energetica e nella sostenibilità ambientale: per il secondo anno consecutivo, oltre il 50% dei finanziamenti della BEI in Italia è stato destinato a questi settori strategici.

A tal proposito, solo nel mese di luglio, abbiamo firmato accordi significativi con alcuni dei principali operatori energetici del Paese, sostenendo la realizzazione di un nuovo elettrodotto sottomarino tra Marche e Abruzzo, la riconversione di una raffineria in bioraffineria e la costruzione di nuovi gasdotti per integrare il biometano nella rete energetica nazionale.

Sul fronte della digitalizzazione, sebbene gli investimenti siano in crescita, l’Italia presenta ancora un certo ritardo rispetto ad altri grandi Paesi europei. Tuttavia, secondo una nostra indagine su oltre 12.000 imprese europee, le aziende italiane stanno rapidamente colmando il divario in termini di adozione di tecnologie digitali avanzate.

Qual è la priorità strategica della BEI tra ambiente, tecnologia e inclusione?

La BEI ha da sempre due obiettivi trasversali fondamentali: la sostenibilità ambientale e la coesione economica e sociale.

A questi destiniamo rispettivamente oltre il 50% e il 45% della nostra attività annuale. Nel contesto attuale, segnato da nuove minacce alla sicurezza e alla stabilità, abbiamo introdotto un terzo obiettivo trasversale: difesa e sicurezza, a cui puntiamo a destinare il 3,5% della nostra operatività annuale. Oltre a questi tre obiettivi, il Gruppo BEI si concentra su otto priorità strategiche a sostegno delle priorità dell’Unione Europea: azione per il clima e sostenibilità ambientale; digitalizzazione e innovazione tecnologica; sicurezza e difesa; politica di coesione moderna; agricoltura e bioeconomia; infrastrutture sociali; investimenti globali ad alto impatto; unione dei mercati dei capitali.

In che modo la BEI può rendere più chiaro e vicino ai cittadini il proprio operato?

È fondamentale comunicare in modo più accessibile e vicino ai cittadini. Raccontare l’impatto concreto dei nostri progetti – dalle scuole alle ferrovie, dagli ospedali alle startup verdi – aiuta a rendere visibile il nostro contributo al benessere collettivo. Investire nella narrazione dell’impatto, valorizzare le storie locali e coinvolgere i territori sono leve fondamentali per rafforzare il ruolo delle istituzioni europee.

Milena Messori è capo dell'ufficio del Gruppo BEI in Italia dal febbraio 2024, responsabile per i finanziamenti a infrastrutture, utilities e settore pubblico. Durante la sua carriera alla BEI, ha maturato una vasta esperienza in operazioni al di fuori dell'Unione Europea, ricoprendo i ruoli di Direttrice ad interim per il settore privato e di Capo della divisione equity e venture capital. Dal 2009 al 2012 ha guidato l'ufficio della BEI a Bucarest. In precedenza, ha lavorato alla Banca Mondiale su progetti infrastrutturali in Europa dell'Est e Asia Centrale. Ha ottenuto un MBA a Insead, un Master in Affari Internazionali alla George Washington University - Elliott School in quanto Fulbright scholar, e si è laureata in Scienze Internazionali e Diplomatiche presso l'Università di Trieste.

Come interviene la BEI contro le disuguaglianze territoriali in Europa?

La promozione della coesione territoriale è parte integrante della nostra missione sin dalla nascita della BEI, istituita con il Trattato di Roma nel 1958 proprio per ridurre le disparità economiche tra le regioni europee. Lavoriamo fianco a fianco con autorità locali, istituzioni nazionali, banche di sviluppo regionali e, sempre più, con la rete delle banche etiche europee per convogliare risorse verso aree e persone più svantaggiate: dalle periferie urbane alle zone rurali, dalle microimprese ai gruppi sociali più vulnerabili. Lo facciamo attraverso strumenti finanziari inclusivi, condizioni vantaggiose e assistenza tecnica dedicata.

Alcuni esempi dei nostri interventi includono la ricostruzione post-sismica nel Centro Italia e a Ischia, la realizzazione di nuove unità abitative a prezzi accessibili, la riqualificazione di quartieri degradati nelle grandi città e la ristrutturazione di spazi sportivi e culturali aperti alla comunità.

Crede che la finanza paziente possa affermarsi come modello europeo?

La finanza paziente è parte integrante dell'identità della BEI. Siamo una banca pubblica, che non fa profitto, ma punta ad un impatto durevole. L'Europa ha un forte orientamento pubblico, attenzione al benessere collettivo e una crescente propensione all'innovazione sociale. E la spinta verso l'Unione dei mercati dei capitali sarà cruciale per mobilitare capitale pubblico e privato verso progetti sostenibili e a lungo termine.

In quest'ottica, la BEI può agire da catalizzatore, dimostrando che visione di lungo periodo e ambizione economica non sono in contrasto, ma complementari. Un esempio è il *green bond* che abbiamo sottoscritto lo scorso giugno per finanziare progetti di mobilità sostenibile in Italia. Il fatto che un attore pubblico entri come *anchor investor* fin dall'inizio dà fiducia al mercato e rafforza il carattere paziente e strategico di questo strumento finanziario, orientato al raggiungimento di risultati ambientali sul lungo periodo.

Che evoluzione immagina per la BEI nei prossimi anni?

La BEI è e rimarrà il braccio finanziario dell'Unione Europea. Tuttavia, il suo ruolo sarà sempre più strategico. Lo abbiamo visto nelle grandi crisi che l'Europa ha attraversato: da quella del debito sovrano alla pandemia, dalla crisi energetica alla guerra in Ucraina. In ciascuna di queste sfide, la BEI ha saputo intervenire con prontezza ed efficacia, svolgendo un ruolo determinante.

Nei prossimi dieci anni, la BEI continuerà a essere una banca di investimento al servizio delle priorità politiche dell'Unione, contribuendo attivamente alla transizione ecologica, alla competitività tecnologica, alla sicurezza economica e alla coesione sociale del continente.

Capitalismo di guerra, economia per la pace

intervista ad **Alberto Saravalle** a cura di **Beatrice Pecchiari**

Gli ultimi anni sono stati caratterizzati dal graduale affermarsi delle politiche sovraniste e da una crescente conflittualità sul piano economico che ha finito per minare l'ordine economico internazionale. "Benché le avvisaglie di questo fenomeno fossero chiare, se ne parlava ancora troppo poco" afferma Alberto Saravalle, professore di Diritto dell'Unione europea all'Università di Padova e co-autore, con Alberto Stagnaro, di *Capitalismo di guerra*. Perché viviamo già dentro un conflitto globale permanente (e come uscirne). "Le reiterate crisi – prima quella finanziaria e dei debiti sovrani, poi quella pandemica e da ultimo quella energetica – hanno offerto il pretesto ai governi, in nome dell'emergenza e della sicurezza nazionale, per tornare a esercitare un ruolo preponderante nell'economia, a scapito della concorrenza, del mercato e delle regole. Il mercato non è più un luogo neutrale dove si incrociano domanda e offerta, secondo criteri di allocazione efficiente: le principali scelte strategiche (forniture, localizzazione delle imprese, investimenti, ecc.) sono sempre più condizionate da decisioni politiche". Il sistema economico si sta, di fatto, adattando a un "possibile" conflitto: "si accorcia la supply chain (eufemisticamente si parla di *friendshoring* o *de-risking*), si differenziano le forniture energetiche, ci si approvvigiona delle materie prime critiche, cercando di controllare i flussi dei dati trasmessi all'estero, limitando le forniture di prodotti ad alta tecnologia (microchip in particolare) a Paesi ritenuti competitor strategici, bloccando gli investimenti esteri e persino quelli in uscita. Nel corso del solo 2024, 1.913 del-

le 2.555 misure adottate in materia commerciale in tutto il mondo (pari al 75%) ha comportato restrizioni degli scambi". Il meccanismo di questo disaccoppiamento, noto come "*decoupling*", ha conseguenze devastanti sul piano economico: "cambia la struttura dei mercati (ci si rifornisce da chi si può e non da chi si vuole), lievitano i costi (col rischio di nuovi picchi di inflazione) e si rallentano i processi innovativi".

In questo scenario, il ritorno dello Stato in economia è tutt'altro che una necessità. «Viene presentato come tale ricorrendo all'annosa questione dei fallimenti del mercato cui occorrerebbe porre rimedio. Si è iniziato con i salvataggi durante la crisi finanziaria e quella pandemica per poi ampliare il perimetro delle partecipate pubbliche (che peraltro in Italia era già significativo). La politica industriale è tornata in auge, dimenticando i molteplici fallimenti della mano pubblica che avevano indotto, a partire dagli anni Ottanta, a diminuire il peso dello Stato in economia. Perfino negli Stati Uniti – il Paese del libero mercato per antonomasia – si parla ora di "capitalismo di Stato", dopo le ultime decisioni dell'amministrazione Trump: la golden share per US Steel, l'accordo che prevede il pagamento del 15% dei ricavi di Nvidia e AMD al governo americano e l'acquisizione del 10% di Intel. A tutto ciò si accompagna una forte politicizzazione delle principali scelte economiche in nome dell'interesse nazionale, che è all'origine di scelte spesso irrazionali, contraddittorie e opache». Questo fenomeno, della politicizzazione delle scelte economiche, interessa soprattutto i due principali terreni di competizione fra gli Stati, tecnologia ed energia. "Gli Stati Uniti, per esempio, da anni cercano di inibire alla Cina l'accesso ai microchip più avanzati, un asset per la difesa, l'intelligenza artificiale e i sistemi di sorveglianza. La corsa agli investimenti per assicurarsi la leadership nel settore dell'intelligenza artificiale spinge i governi a garantire sussidi per centinaia di miliardi. E lo stesso avviene per l'energia e la transizione ecologica. La preminenza nelle tecnologie delle energie pulite rappresenterà un vantaggio competitivo nel prossimo futuro, mentre in campo energetico, dopo l'invasione dell'Ucraina, le politiche di sicurezza hanno sostituito quelle volte ad assicurare la sostenibilità. Dinamiche che, invece di accelerare le transizioni ecologica e digitale, finiscono per rallentarle e renderle più costose e conflittuali". A questi fenomeni è legata la "guerra dei sussidi" cui abbiamo assistito negli ultimi anni: "Aveva tenuto banco all'epoca dell'*Inflation Reduction Act* ma sembra ormai soppiantata dalla guerra dei dazi, inducendo gli operatori stranieri a stabilirsi negli Stati Uniti. Ma la rilocalizzazione è tutt'altro che facile: i costi sono notevoli, i tempi lunghi, le incertezze molteplici e, soprattutto, si rischia di non trovare la manodopera dotata delle skill necessarie".

Assistiamo a una ridefinizione dei flussi finanziari determinata da dinamiche geopolitiche: “Le imprese private si stanno rapidamente abituando a tener conto di nuove tipologie di rischi nelle proprie decisioni strategiche, ma c’è ancora molta strada da fare. Occorre ridisegnare la propria supply chain in modo da limitare o diversificare i rischi; deve essere soppesata la possibilità di realizzare delle operazioni di M&A, anche all’interno dell’Ue o in Paesi politicamente alleati; va considerato l’ingresso nel capitale di investitori stranieri, poiché la mera partecipazione di un’impresa di stato cinese potrebbe infatti mettere a repentaglio le esportazioni negli Stati Uniti (come sta accadendo alla Pirelli per le *cyber tyres*)”.

Di recente, ad esempio, due grandi società italiane hanno firmato un contratto che, per la prima volta, prevede la possibilità di recedere in caso di guerra che, ai sensi del Trattato Nato, possa comportare un intervento armato del nostro Paese. Questi rischi dovranno a breve entrare anche nella comunicazione finanziaria”.

In questo quadro, è complesso definire lo spazio per la concorrenza: “Per quanto il mondo sia cambiato in questi anni, non possiamo dire che la concorrenza sia stata scalzata integralmente. Certo abbiamo avuto lunghi periodi in cui in Europa, con la scusa dell’emergenza (prima pandemica e poi energetica) si è data carta bianca agli aiuti di Stato grazie al *temporary framework*, avvantaggiando gli Stati che avevano maggior spazio fiscale. Nel 2023, ad esempio, la Germania ha erogato più di 50 miliardi di euro di aiuti di Stato, su un totale a livello Ue di circa 186 miliardi”.

In ogni caso, come tutte le situazioni di crisi, anche questa fase di guerre economiche può trasformarsi in un’opportunità per l’Ue. “Dinanzi alla perdita di credibilità degli USA per le reiterate violazioni degli accordi internazionali sul commercio e al conseguente indebolimento del dollaro come valuta di riferimento, l’Ue ha la possibilità di imporsi come potenza affidabile, aperta agli scambi internazionali, con un significativo mercato interno, robuste e indipendenti istituzioni finanziarie ove la *rule of law* viene sostanzialmente rispettata. Rispetto a questo la Commissione Ue ha svolto un ruolo cruciale, evitando di lasciarsi trascinare in una politica di ritorsioni e guerre commerciali, riuscendo anche a mantenere l’unità interna tra gli Stati membri. Per giocare questa partita, è necessario accelerare ulteriormente nel processo di apertura agli scambi internazionali, concludendo rapidamente importanti accordi di libero scambio con il Mercosur, l’India, il Messico, l’Australia, abolendo barriere non tariffarie e rimuovendo ostacoli e restrizioni. Insomma, *leading by example*”.

Alberto Saravalle è professore di Diritto dell’Unione europea all’Università di Padova. È stato tra i fondatori e presidente di uno dei principali studi legali italiani. Ha collaborato con vari ministeri in veste di consigliere giuridico e, da ultimo, è stato componente del Comitato scientifico per il futuro dell’Europa istituito nel 2021. Dopo la laurea a Padova, ha conseguito un Master all’Università di Cambridge e uno alla Yale Law School (Fulbright Scholar Program). Suoi editoriali sono stati pubblicati, tra gli altri, sul *Corriere della Sera*, *Il Foglio*, *la Repubblica* (sezione Affari e Finanza), *Il Sole 24 Ore*, *The Wall Street Journal*. È autore di diversi volumi, fra cui *Capitalismo di guerra* (Fuoriscena, 2025), scritto con Carlo Stagnaro.



L'arte non è moneta

intervista a **Francesco Bonami** a cura di **Elisa Russo**

«Anche oggi, che la valuta ha perso buona parte della sua componente fisica e si è progressivamente trasformata in un flusso di capitali e di operazioni finanziarie che viaggiano da un server all’ altro, l’ arte non ha smesso di guardare al denaro con l’ interesse di un bambino incollato a un negozio di caramelle». Così comincia la puntata dedicata ad “Arte e soldi” di *ArteFatti, il vero e il falso dell’ Arte*, il podcast di Costantino della Gherardesca e Francesco Bonami.

Un tempo l’ arte abitava i muri: affrescava ville e palazzi, ornava chiese e perfino tombe. Era pensata per restare, indissolubilmente legata a un luogo e al suo destino. Con l’ avvento della borghesia e di nuovi stili di vita, però, cambiano le esigenze: la mobilità diventa un valore, lo spazio domestico un teatro privato. È allora che l’ arte si fa quadro, si incornicia, si stacca dal muro per seguire i suoi proprietari nei loro spostamenti e raccontarne passioni e ambizioni.

Specchio fedele della società, anche l’ arte si muove, si trasforma, si adatta. Oggi, a essere incorniciato è il gesto. Spesso, il nulla, quando è firmato, vale più della materia. Un’ idea – o una provocazione – può superare il prezzo di una villa, purché il nome sulla parete garantisca l’ investimento.

È in questo scenario, dove l’ autenticità è sostituita dall’ autorialità, che il sistema dell’ arte contemporanea si è strutturato come un ecosistema finanziario e mediatico, in cui l’ artista coincide con il proprio brand.

Francesco Bonami è un curatore d'arte contemporanea di fama internazionale, ha iniziato la carriera a New York negli anni Ottanta. È stato direttore artistico della Fondazione Sandretto Re Rebaudengo (1995–2017) e della 50^a Biennale di Venezia (2003), oltre a curare importanti rassegne in tutto il mondo. È stato senior curator presso il Museum of Contemporary Art di Chicago, dove ha organizzato la prima retrospettiva di Jeff Koons e ha collaborato alla realizzazione delle mostre di alcuni dei più famosi artisti della scena contemporanea, tra cui Damien Hirst, Maurizio Cattelan, Rudolf Stingel e Takashi Murakami. Scrittore e podcaster, è autore di numerosi saggi sull'arte. Oggi dirige il centro d'arte JNBY a Huangzhou progettato da Renzo Piano. Collabora con *Il Foglio* e *Vanity Fair*, e nel 2025 ha pubblicato *Artista Fallito* negli Stati Uniti.

Francesco Bonami questo mondo lo conosce e lo racconta bene. Critico e curatore tra i più influenti a livello internazionale, ha diretto la Biennale di Venezia del 2003 e ha contribuito a plasmare la fortuna pubblica e museale di artisti come Jeff Koons, Maurizio Cattelan, Rudolf Stingel, Takashi Murakami, Damien Hirst. Il suo sguardo tagliente e disilluso sa raccontare l'ambiguità del mercato con ironia: un'arena in cui l'arte, da oracolo spirituale, è diventata derivato di se stessa, scambiata nei salotti delle fiere come un NFT con l'anima.

Proprio quest'ultimo, Damien Hirst, ha da poco annunciato un'iniziativa che sembra pensata per il Nasdaq: la pubblicazione di 200 "libretti di istruzioni" affinché le sue opere possano continuare a essere realizzate e vendute anche dopo la sua morte. Non falsi, non copie: originali postumi approvati dall'artista stesso. Come un marchio di moda che mantiene la produzione in eterno, mentre il corpo creativo svanisce.

Oggi l'artista è un architetto di sistemi. Le sue opere sono token visivi in una borsa globalizzata della cultura. E il curatore? È spesso il regista silenzioso di questo teatro. Francesco Bonami lo è stato — e lo è — anche per una parte di quell'arte che parla il linguaggio del capitale. Con lui abbiamo provato a mettere a fuoco che fine ha fatto il valore, quando tutto si trasforma in prezzo. Perché nel mondo dell'arte contemporanea, forse più che in ogni altro campo, le domande sul denaro coincidono con quelle sull'identità. E ciò che ri-





mane , alla fine, è la verità – o almeno l'illusione – che l'arte riesca ancora a dirci qualcosa che il denaro non sa.

Quali sono le differenze tra il mercato dell'arte italiano e quello delle grandi piazze internazionali?

Il mercato dell'arte italiana ha avuto un boom nel dopoguerra grazie a un'economia nuova della *middle class* spesso basata su scambi in contante. Un mercato anche in termini di scala fisica borghese, ovvero architetture e spazi borghesi non museali; negli Stati Uniti, ma anche in Germania o Svizzera, la scala è sempre stata più ambiziosa. In Italia il salotto diventava galleria mentre negli altri Paesi menzionati era la galleria a diventare salotto.

L'arte contemporanea si sta trasformando in una moneta alternativa?

Questo valeva fino a un paio d'anni fa, ed è il più grosso problema del mercato oggi. Si è voluto trattare le opere d'arte come azioni di Wall Street e il risultato è che le opere d'arte sono diventate oggetto di speculazione con le stesse regole, ovvero con valori che salgono follemente e velocemente e che altrettanto follemente e velocemente crollano.

Ma il collezionista speculatore quando il mercato crolla si comporta solo da collezionista...

Se ha pagato 100 non ci sta a vendere a 60... Quando qualcuno mi chiede cosa comprare e poi aggiunge "non voglio però buttare via soldi" capisco



subito che non è un collezionista. Le grandi collezioni sono state fatte buttando via i soldi. E così facendo c'è chi ha fatto anche molti soldi. No, l'arte non è né un'azione, né una valuta.

Alcuni artisti costruiscono la propria carriera seguendo dinamiche da start-up: massima visibilità, serialità, marketing personale. In questo contesto, esiste ancora l’“aura” dell’opera?

Esiste sempre meno, con la conseguenza che l'arte diventa sempre meno “sexy”. Si è persa l'idea fondamentale che ha sostenuto il mercato dell'arte: la scarsità. Se oggi a qualcuno piace un artista che però costa troppo se ha pazienza e un po' di fortuna può comprarlo ad un'asta ad un terzo del valore.



Oggi conta più l'opera o la storia che le si costruisce intorno?

Un po' è vero, un po' è una bufala, ma alla fine è importante che l'artista sia bravo e voglia dire qualcosa al mondo e non soltanto alla cerchia ristretta dei suoi amici.

Il collezionista sembra sempre più un gestore di portafoglio.

Esistono ancora collezionisti irrazionali, capaci di scegliere per istinto, per amore o per disobbedienza?

Pochissimi. Tutti, in tutti i campi, hanno paura di fare la figura dei coglioni e siccome i coglioni sono la maggioranza, fra un buco di Fontana e un Banksy la gente compra Banksy, almeno fa bella figura davanti a tanti coglioni invece di fare la figura del coglione davanti agli stessi coglioni.

L'arte è ancora capace di esprimere dissenso o è diventata parte dell'establishment economico e culturale?

Vale la risposta sopra.

Il moltiplicarsi di fiere e appuntamenti gonfia una bolla fondata più sull'hype che sulla qualità?

Esatto, l'entertainment ha sostituito la passione e la curiosità essenziali per collezionare.

C'è stato un momento in cui l'arte è riuscita a sottrarsi alle logiche di mercato e a vivere una condizione svincolata dal valore economico?

Credo agli inizi degli anni '90, quando il mercato era in crisi nera e gli artisti e i galleristi non avevano l'ansia di mostrare cose da vendere, tanto nessuno comprava nulla. Può darsi che succeda di nuovo, ma il mercato e tutto il sistema dell'arte cadrebbero da molto più in alto e tanta gente si farebbe molto male.

Il potere dietro i mercati





Opere filosofiche giovanili

Karl Marx

Se il denaro è il legame che mi unisce alla vita umana, alla società, alla natura e agli uomini, non è esso il legame dei legami? Non può esso sciogliere e stringere tutti i legami? E non è perciò anche il mezzo generale di separazione? Esso è la vera moneta divisionale, come anche il vero legamento, la forza galvano-chimica della società.

[...]

Il denaro trasforma i miei desideri-rappresentazioni, traduce la loro esistenza pensata, rappresentata, voluta, nella loro esistenza sensibile, reale, la rappresentazione in vita, l'essere rappresentato nell'essere reale. In quanto è questa mediazione, esso è forza veramente creatrice.

Austerità e controllo, così si gestisce il potere

di **Carlo Ambrogio Favero**

In Europa e non solo, l'austerità è diventata uno dei grandi dispositivi attraverso cui si riorganizzano potere, consenso e diseguaglianza. Ma cosa rappresenta davvero? Una tecnica neutrale per stabilizzare il debito? Una forma mascherata di dominio? Oppure un segnale di fallimento delle classi dirigenti? Lungi dall'essere una mera questione contabile, l'austerità affonda le radici nel cuore della tensione tra democrazia e mercato. Emergono quindi due letture contrastanti, entrambe con solide basi logiche e implicazioni profonde sul piano politico e culturale.

Il potere finanziario che disciplina l'ordine politico

Secondo una prima interpretazione, l'austerità è lo strumento con cui il potere finanziario esercita un controllo strutturale sull'ordine politico e sociale. Quando i governi eccedono nella spesa pubblica o quando il debito cresce oltre i limiti considerati tollerabili, i mercati – ovvero il sistema bancario, gli investitori istituzionali, le agenzie di rating – reagiscono imponendo tassi d'interesse più alti. Questo meccanismo agisce da dispositivo disciplinare: i margini d'azione della politica economica si

Carlo Favero D.Phil. a Oxford, è professore di Econometria alla Bocconi. Ha pubblicato su riviste accademiche nei campi dell'econometria applicata, della politica monetaria e fiscale, e dei mercati finanziari. È research fellow del CEPR e dell'Istituto Gasparini e dell'Istituto per le Politiche Europee della Bocconi. Consulente del Ministero del Tesoro italiano, è membro del Monetary Policy Expert Panel del Parlamento Europeo. Ha collaborato con BCE, Commissione Europea e Banca Mondiale. È coautore, con Alesina e Giavazzi, di *Austerity. When it Works and When it Doesn't* (Princeton, 2019), premiato con l'Hayek Book Prize nel 2020.

restringono, le scelte vengono vincolate, i diritti sociali riformulati. In nome della stabilità dei conti, si ridisegnano priorità e rapporti di forza. Se però i prezzi richiesti per finanziare il debito si allontanano dai fondamentali – cioè dalla reale sostenibilità macroeconomica del debito stesso – allora il ruolo dei mercati smette di essere razionale. L'austerità non è più risposta tecnica, ma imposizione politica. Ne deriva una dinamica che accentua le disuguaglianze, deprime la crescita e riduce lo spazio democratico, trasformando la fiducia dei mercati in un vincolo superiore alla volontà popolare. È questa la lettura che ha dominato il ciclo post-2008, quando l'Europa ha imposto dure politiche di tagli a Stati già provati dalla crisi, producendo una recessione prolungata e una polarizzazione sociale che ancora oggi si fa sentire.

L'ordine politico che tradisce la disciplina fiscale

Ma c'è anche una seconda lettura, altrettanto importante: quella secondo cui l'austerità si rende necessaria non a causa del potere eccessivo dei mercati, ma per via del comportamento irresponsabile dei governi. Se gli Stati avessero seguito nel tempo politiche fiscali coerenti – con disavanzi solo in caso di emergenza, e avanzi in tempi normali – il debito non sarebbe mai diventato un problema. In questa visione, l'eccesso di spesa pubblica, spesso per fini

elettorali o clientelari, rappresenta un trasferimento di ricchezza dalle generazioni future (che non votano) a quelle presenti (che votano).

In un recente lavoro che analizza le possibili spiegazioni del trend al rialzo del rapporto tra debito pubblico e PIL osservabile in tutte le economie avanzate¹ Pierre Yared osserva che la spiegazione del trend risiede nel fatto che i governi attuali vogliono essere fiscalmente irresponsabili, lasciando allo stesso tempo l'onere della responsabilità fiscale per i governi futuri. I mercati, allora, reagiscono leggendo questa incoerenza nel tempo: richiedono tassi più alti per compensare il rischio di default, rivelando l'inconsistenza intertemporale delle politiche.

È in questo contesto che torna di straordinaria attualità l'intervento di Enrico Berlinguer del 1977 al convegno degli intellettuali a Roma, dove diceva: «L'austerità significa rigore, efficienza, serietà e significa giustizia; cioè tutto il contrario di tutto ciò che abbiamo conosciuto e pagato finora, e che ci ha portato alla crisi gravissima».

La sua riflessione, proveniente da una voce progressista e illuminata, suggerisce una visione etica dell'austerità: non una punizione imposta dai mercati, ma una scelta politica di rigore e giustizia per ricostruire la fiducia, anche con uno sguardo lungo rivolto alle generazioni future. L'austerità come responsabilità, non come resa.

¹ Yared P. (2019), *Rising Government Debt: Causes and Solutions for a Decades-Old Trend*, «Journal of Economic Perspectives», vol. 33, n. 2, Spring 2019, pp. 115–140.





La guerra dei tassi

Il nodo centrale resta quello della relazione tra mercati e governi. Quando i tassi di interesse non rispecchiano i fondamentali, ma si gonfiano per panico, speculazione o sfiducia generalizzata, il sistema diventa instabile. La disciplina fiscale, pur necessaria, si trasforma in trappola, e la politica perde capacità di intervento. Una possibile via d'uscita è stata recentemente proposta² con la creazione di una *Agenzia Europea del Debito* (EDA), in grado di stabilizzare la gestione del debito sovrano nell'eurozona. L'EDA emetterebbe titoli propri, destinati ai mercati, e userebbe i proventi per finanziare gli Stati membri attraverso prestiti perpetui, senza mutualizzazione del debito. Infatti ogni prestito sarebbe calibrato in base alla sostenibilità specifica di ciascun Paese con diversi costi di finanziamento che rifletterebbero

unicamente diversi fondamentali, generando riserve adeguate e consentendo ai titoli emessi da EDA di prendere il ruolo di un safe asset europeo: un titolo privo di rischio capace di stabilizzare portafogli, evitare fughe verso il core in tempi di crisi e superare le asimmetrie strutturali dell'eurozona. In questo modo, gli Stati sarebbero protetti dalle oscillazioni irrazionali del mercato, e il debito sarebbe rifinanziato a condizioni più eque, basate su criteri oggettivi di rischio, e la frammentazione del mercato europeo dei titoli di stato sarebbe superata consentendo all'euro di porsi come alternativa al dollaro per il ruolo di valuta di riferimento negli scambi internazionali.

Conclusione: oltre l'austerità, per una nuova governance del debito

L'austerità, oggi, è un campo di battaglia concettuale oltre che politico. Da un lato, essa incarna l'irruzione della finanza nella sovranità democratica. Dall'altro, rappresenta il risultato di un fallimento interno della politica fiscale. La creazione di uno strumento europeo per la gestione ordinata del debito, come l'EDA, potrebbe ricomporre questa frattura, restituendo autonomia ai governi senza rinunciare alla disciplina. Solo così sarà possibile uscire dalla guerra dei tassi, e aprire uno spazio nuovo per una politica economica equa, solidale e sostenibile. Un progetto europeo, nel senso più alto del termine.

² Amato, M., Belloni, E., Favero, C. A., Gobbi, L., & Priviero, L. (2024). European sovereign debt risk management: The role of a European Debt Agency, «Journal of Government and Economics», 15, pp. 100-118.

Oligarchie tecno-finanziarie: chi plasma il futuro

di Stefano Feltri

C'è una nuova specie di capitalisti che sta plasmando l'economia globale, e attraverso di essa la politica americana. Questo è rilevante perché, per la prima volta, il declino relativo degli Stati Uniti individuato quasi quarant'anni fa da Paul Kennedy inizia a essere percepito da tutti, inclusi gli stessi americani.

L'America non è più il poliziotto del mondo, non è più garante di un ordine internazionale sul quale aveva fondato la propria egemonia e anche la propria prosperità. E non ha più neppure il monopolio di quel *soft power* identificato dal politologo ap-

pena scomparso Joseph Nye. Donald Trump impone una logica transazionale ai rapporti internazionali convinto di fare un passo avanti. In realtà certifica la rinuncia degli Stati Uniti a costruire rapporti a somma positiva, grazie alla capacità seduttiva dell'America che suscitava nei partner il desiderio di compiacenza (il *soft power* del politologo Joseph S. Nye).

In questo sgretolamento della rilevanza geopolitica americana, si riscontra però una primazia – al momento – indiscussa: quella del tecnocapitalismo, evoluzione tutta

Stefano Feltri è laureato in Economia alla Bocconi. Dopo gli inizi alla *Gazzetta di Modena*, ha lavorato per *Il Foglio*, *Il Riformista* e per *il Fatto Quotidiano*, dove è stato responsabile dell'economia e poi vicedirettore. Ha conseguito un MBA alla Booth School of Business di Chicago, collaborando con Luigi Zingales e lo Stigler Center. Tornato in Italia, ha fondato e diretto *Domani* fino al 2023. Oggi cura la newsletter *Appunti*, scrive per varie testate e conduce il programma-podcast *t* su Radio3. È professore a contratto all'Università di Bologna.

americana del potere oligarchico. Shoshana Zuboff aveva identificato qualche anno fa il “capitalismo della sorveglianza” fondato sugli algoritmi, quella nuova forma di business e potere che si reggeva sulla sinergia tra profilazione degli utenti e raccomandazione dei prodotti o servizi.

Adesso siamo arrivati all’evoluzione attesa e temuta, cioè a un tecnocapitalismo che non si limita più a plasmare le traiettorie di azione dei nostri avatar digitali ma che ha l’ambizione di ridefinire il mondo fisico, anche attraverso la politica e – se necessario – la guerra.

Elon Musk è l’esemplare più visto- so di questo tecnocapitalismo: è un industriale, che viene dal concreto mondo dell’ingegneria, dalle automobili e dai razzi spaziali, ma che ha capito che per acquisire il vero potere bisognava fondere l’industria con gli algoritmi, le auto elettriche con i social media, i satelliti con l’intelligenza artificiale.

Grazie a questa intuizione, e ai capitali di cui dispone l’uomo più ricco del mondo, Musk è entrato alla Casa Bianca dalla porta principale, nello Studio Ovale accanto al presidente senza aver mai preso un voto.

È durata poco, meno di sei mesi, ma ha segnato un precedente: il tecnocapitalismo può prendersi la politica. Può farlo nel modo esagerato e umorale, come ha tentato Musk, o con molto meno rumore, vedi le

mosse di Peter Thiel: il grande investitore-filosofo, un tempo sodale di Musk, che ha trasformato uno scrittore di *memoir* sulle sofferenze dei bianchi, J. D. Vance, in un vicepresidente con il potenziale di ereditare il trumpismo.

Ci sono uomini di Thiel in molte posizioni rilevanti dell’amministrazione Trump, a presidiare la guerra dei valori contro la cultura *woke*, l’evoluzione delle politiche tecnologiche, gli investimenti pubblici in sicurezza dai quali dipendono le prospettive di aziende digitali in campo militare come la sua Palantir.

I tecnocapitalisti hanno una narrazione e i mezzi per imporla.

La narrazione è quella ripetuta da tanti, non soltanto dai trumpiani ma anche da esponenti di altre stagioni politico-culturali, come il progressista Eric Schmidt, già amministratore delegato di Google. Secondo questa narrazione, la sicurezza nazionale degli Stati Uniti dipende dalla competizione per l’intelligenza artificiale generativa.

Chi riuscirà a produrre la prima intelligenza davvero superiore all’uomo in ogni campo ridefinirà il contesto della competizione tra superpotenze: le comunicazioni criptate saranno intelligibili, i satelliti riprogrammabili, le barriere cyber abbattute, l’intera infrastruttura tecnologica delle nostre vite sarà a disposizione di chi si troverà tra le mani questa arma suprema.

È fin troppo evidente il tentativo di costruire assonanze con il progetto Manhattan e la realizzazione della bomba atomica. Con la differenza che all'epoca era – con tutti i suoi limiti – il governo americano tramite l'esercito a gestire il processo, adesso sono imprenditori privati che considerano il governo e la democrazia stessa ostacoli da travolgere.

Il finanziere Marc Andreessen lo ha detto in modo esplicito, in una intervista con Ross Douthat del New York Times: la Silicon Valley si è posizionata su Trump perché non poteva accettare che i Democratici, con Joe Biden o Kamala Harris, provassero a controllare l'evoluzione dell'intelligenza artificiale.

Quell'ingerenza politica avrebbe quindi rallentato la corsa e quindi creato le premesse per un successo della Cina e dunque per la caduta finale dell'America.

C'è sempre una apocalisse incomibile a giustificare le azioni del tecnocapitalismo: Peter Thiel si preoccupa dell'Anticristo, Elon Musk delle probabilità anche infinitesimali di una estinzione della specie umana, Sam Altman di OpenAI della fine del lavoro e dell'implosione di una società resa inutile dall'intelligenza artificiale. Se la posta in gioco è così alta, tutto è lecito, incluso utilizzare un personaggio come Donald Trump che nessuno stima – neppure i collaboratori più servili come Vance – per evitare le regole negli Stati





Uniti e sottomettere l'Unione europea con i suoi tentativi di imporre dall'Europa regole di rilevanza globale in campo digitale.

Il tecnocapitalismo ha eliminato ogni discussione sulla ricchezza e la diseguaglianza: essere miliardari non è un problema sociale, non è neppure una conferma della benevolenza divina o l'origine di qualche senso di colpa.

Non è neppure una condizione da giustificare con teorie – smentite ma sempre utili – dello sgocciolamento del benessere verso il basso.

La ricchezza e il potere sono imperativi morali, per i tecnocapitalisti sono le premesse per provare a salvare la società da sé stessa e dalle decisioni scellerate che prende attraverso quel vetusto e inefficiente sistema di auto-governo noto come democrazia.

Chi sottovaluta i tecnocapitalisti dice: in pochi mesi Trump ha congedato Musk e, ora che i due hanno rotto, può togliergli in ogni momento sussidi e ricavi con un ordine esecutivo.

Ma è anche vero che Musk ha sfidato Trump, lo ha insultato, ed è sopravvissuto per raccontarlo, anzi, per provare a distruggerlo, con il progetto di un nuovo partito o almeno di una guerriglia seggio per seggio alle elezioni di metà mandato nel 2026.

La sfida tra tecnocapitalismo e populismo è in corso.

La democrazia liberale è la prima vittima del conflitto.

L'attacco delle criptovalute alle politiche monetarie

di Pietro Spirito

La dematerializzazione della moneta è un fenomeno molto più antico di quanto non possiamo immaginare in prima approssimazione. Già nel mondo antico e nel medioevo espressioni di moneta immateriale esistevano sotto forma di scritture contabili. Le lettere di cambio introdotte dai mercanti italiani sono state uno dei primi strumenti di pagamento non fisico. Negli ultimi decenni del secolo passato, queste trasformazioni si sono accelerate. La digitalizzazione della moneta è cominciata nel 1967, con il primo bancomat installato a Londra. Du-

rante gli anni Settanta le carte di credito hanno cominciato ad essere accettate a livello globale, grazie alle reti elettroniche che connettevano commercianti e banche. Negli anni Novanta è nato l'online banking, e nel decennio successivo la tecnologia NFC, che ha consentito i pagamenti con gli smartphone.

Ma la rivoluzione è iniziata ad ottobre del 2008, quando Satoshi Nakamoto, uno pseudonimo sotto il quale si nasconde una identità – individuale o collettiva – che non si è mai rivelata, pubblicò il white paper

Bitcoin; a peer to peer electronic cash system. Nel 2009 è stata immessa sul mercato dallo stesso Nakamoto la prima criptovaluta (Bitcoin), che ha introdotto la moneta puramente digitale decentralizzata. Senza la blockchain tale innovazione non sarebbe stata possibile: questa tecnologia consente di archiviare dati in modo sicuro, trasparente e decentralizzato.

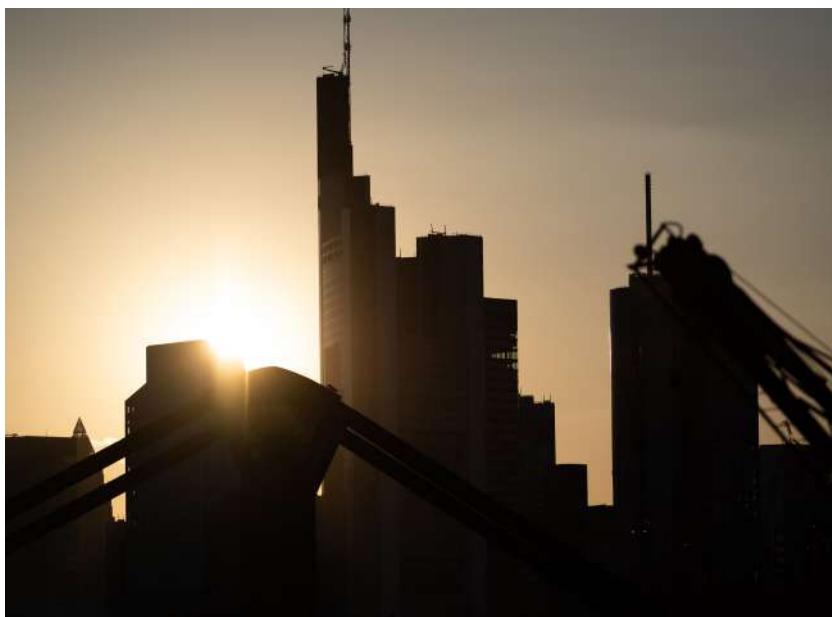
Nel 2015 Vitalik Buterin lanciò Ethereum, una piattaforma programmabile capace di eseguire contratti intelligenti (*smart contracts*) sulla blockchain. Sono poi sorte decine di ecosistemi che hanno determinato la proliferazione delle criptovalute; il loro sviluppo continua a trasformare il concetto stesso di denaro.

Secondo CoinMarketCap, la capitalizzazione complessiva del merca-

to delle criptovalute vale, a giugno 2025, circa 3,3 triliuni di dollari. Per avere un elemento di comparazione, M3, l'indicatore più esteso della liquidità tradizionale, vale tra i 100 ed i 100 triliuni di dollari, mentre M1, che misura la liquidità immediatamente disponibile, misura tra i 50 ed i 60 triliuni di dollari. Bitcoin rappresenta circa il 65% della capitalizzazione complessiva delle criptovalute, mentre Ethereum pesa circa per il 10%. Due terzi del mercato sono quindi concentrati sulle due principali piattaforme.

Fino al 2016 si trattava ancora di un mercato di nicchia. L'esplosione si è determinata nel 2017, seguita da un calo l'anno successivo. Dopo una fase di correzione nel 2022, il mercato ha ripreso a crescere in modo accelerato. Il potere di emissione della moneta ha costituito da sempre una delle prerogative degli Stati. Le criptovalute cambiano radicalmente questo assioma. La massa monetaria non è più completamente sotto controllo delle banche centrali.

La politica monetaria è stata sempre un regolatore fondamentale per tenere sotto controllo l'inflazione attraverso le decisioni sul livello dei tassi di interesse. Oggi questo non è più completamente possibile, per valori crescenti, proprio a causa delle emissioni private di criptovalute, che stanno completamente fuori dal raggio di intervento delle politiche economiche tradizionali.





Quando, a seguito della guerra in Ucraina, si è determinata una fiammata inflazionistica, le banche centrali hanno effettuato manovre restrittive mediante l'aumento dei tassi di interesse, anche per governare l'eccesso di emissione di liquidità che si era determinato durante l'emergenza della pandemia. Le criptovalute erano del tutto estranee a questo circuito decisionale. Se dovesse continuare a crescere in modo esponenziale il peso delle criptovalute sulla massa monetaria complessiva, il re sarebbe nudo.

Anche per questa ragione, molte banche centrali stanno esplorando o sviluppando valute digitali di Stato (*Central Banking Digital Currency, CBDC*), per rispondere a queste sfide che dimostrano di aver capacità di attrarre base di clientela ed anche fi-

duca dei consumatori, determinata innanzitutto dalla completa assenza di costi di transazione.

Le criptovalute hanno caratteristiche destinate a destare preoccupazione da parte delle autorità monetarie tradizionali:

- sono decentralizzate, e quindi sfuggono inevitabilmente al controllo governativo;
- possono essere utilizzate per eludere sanzioni, controlli di capitale o normative fiscali;
- presentano elevata volatilità, mettendo in discussione l'assio-ma della stabilità dei mezzi di pagamento;
- minacciano la sovranità monetaria, soprattutto per i Paesi con valute più deboli;
- possono essere strumento per manovre speculative sui mercati.

Pietro Spirito è docente di Management delle Infrastrutture presso l’Universitas Mercatorum e di Economia Applicata presso l’Università Pegaso. Ha dedicato il suo impegno professionale nel settore dei trasporti: è stato Presidente della Autorità di Sistema Portuale del Mar Tirreno Centrale, Presidente e Direttore Generale dell’Interporto di Bologna, Direttore Centrale Operazioni di Atac, dirigente per vent’anni nel Gruppo Ferrovie dello Stato. Ha pubblicato di recente: *Il nuovo capitalismo della mobilità* (Guida, 2022) e *La digitalizzazione del lavoro* (Guida, 2023).



Intanto le banche centrali stanno introducendo regolamenti più severi, in tema soprattutto di antiriciclaggio, mentre stanno studiando strumenti di *tokenizzazione*, per integrare le tecnologie blockchain nei mercati finanziari tradizionali. L'Unione Europea ha approvato il MICA (*Markets in Crypto-Assets*), un quadro normativo per l'intero settore, mentre la Banca Centrale Europea sta sperimentando la propria valuta digitale (l'euro digitale), che dovrebbe essere immessa sul mercato entro il 2027. Le criptovalute sono nate come strumento di libertà e di resistenza al

controllo statale, in un clima culturale condizionato dal pensiero unico neoliberista degli anni Ottanta e Novanta del secolo passato. Senza un quadro etico e regolatorio, le criptovalute possono diventare forme ancor più accentuate di iper-liberismo, che amplificano le diseguaglianze ed i rischi sistematici per la stabilità del quadro finanziario. Il denaro non ha più legame con lo Stato, le transazioni avvengono senza intermediari (banche e governi), il soggetto economico è sovrano, autosufficiente, globale.

David Harvey, uno degli studiosi critici del capitalismo finanziario sempre più spregiudicato, sostiene che le criptovalute sono una forma radicalizzata di neoliberismo, nel quale la libertà finanziaria diventa anche acceleratore di diseguagliaanza estrema. In assenza di regolamentazione, il potere si concentra in mano a pochi soggetti: l'oligopolio della moneta digitale è una forma estrema di capitalismo senza disciplina. Inoltre si possono favorire in questo modo evasione fiscale, speculazione, criminalità. Harvey parla di anti-valore o capitale fittizio, ovvero di denaro che circola e genera debito, senza corrispondere a valore reale.

Le criptovalute si configurano come una estensione di questi mercati fittizi, dove il valore è altamente speculativo. Vedremo se i poteri statali saranno in grado di regolare e inglobare questo fenomeno, oppure se anche la politica monetaria sarà privatizzata.

Il peso invisibile del denaro





Too big to fail - Il crollo dei giganti

Peter Gould

HENRY PAULSON

È fatta. JP Morgan Chase ha firmato. Si sono presi Bear.

PAULSON (CONTINUA)

Mettere soldi dei contribuenti in queste situazioni è, semplicemente... intollerabile.

Non può succedere di nuovo. Dobbiamo far sì che i banchieri di Wall Street abbiano paura, che si facciano la pipì addosso, così che inizino a giocare sul sicuro e a rafforzare il sistema.

WILKINSON

Vuoi che si facciano la pipì addosso? Vedere Bear andare in fiamme doveva già bastare.

PAULSON

Già, doveva. Ma so come ragionano questi tipi, non stanno solo guardando come sono stati massacrati gli azionisti di Bear — stanno anche pensando all'affare che si è fatto JP Morgan Chase.

Abbiamo messo le mani dentro e adesso, da qualche parte nel retro della loro mente, hanno una nuova opzione.

Pensano: se le cose vanno davvero male, il governo interverrà.

MICHELLE DAVIS

Rischio morale.

Contabilità pubblica come leva strategica: il nuovo protagonismo dello Stato nell'economia

di Daria Perrotta

La Costituzione economica è l'espressione con la quale si indica, comunemente, il complesso degli istituti che regolano i rapporti tra Stato ed economia.

La dottrina ha delineato le nozioni di "vecchia" e "nuova" Costituzione economica per indicarne le diverse fasi, ognuna contraddistinta da un ruolo dello Stato diverso sia in termini di perimetro, sia di magnitudo.

Nel corso del tempo – e sovente anche contemporaneamente – lo Stato si è, infatti, trovato ad agire in qualità di regolatore, pianificatore, im-

prenditore in via diretta e indiretta, nonché edificatore del cosiddetto sistema di *welfare*.

Il bilancio pubblico rispecchia tali evoluzioni e ne fornisce una plastica evidenza, realizzando quelle che, nel modello elaborato da Musgrave nel 1959, sono le tre funzioni fondamentali dell'intervento pubblico: l'allocazione di beni e servizi pubblici, la distribuzione e la redistribuzione del reddito e della ricchezza, nonché la stabilizzazione e lo sviluppo dell'economia.

I principi ai quali lo Stato dovrebbe attenersi nello svolgimento di tali



funzioni sono diversi: l'efficienza, nell'allocazione degli stanziamenti di bilancio tra i molteplici impieghi; l'equità, nella modifica della distribuzione del reddito e della ricchez-

za; il rispetto degli equilibri di finanza pubblica e la sostenibilità di lungo periodo, nella stabilizzazione ciclica dell'economia e nella promozione dello sviluppo economico.

L'aspetto più vistoso dell'evoluzione storica del settore pubblico è rappresentato dalla crescita delle sue dimensioni. Se all'inizio del XX secolo – nei Paesi sviluppati – la sua dimensione in media (misurata dalla quota della spesa pubblica sul prodotto nazionale) rappresentava meno del 10% del PIL; successivamente, i dati mostrano come tale quota sia raddoppiata in concomitanza con gli eventi bellici mondiali, per poi crescere ancora in ragione dell'allargamento del perimetro di intervento pubblico a nuovi settori, fino ad arrivare, alla fine del secolo scorso, a un livello della spesa che si colloca intorno al 50% del PIL.

La significatività del dato della spesa pubblica indica in maniera inequivocabile che il settore pubblico ormai non si limita più a fornire soltanto quelli che la dottrina economica definirebbe “beni pubblici puri”. Alle tradizionali funzioni, infatti, nel corso del tempo si sono progressivamente aggiunte nuove attività e ulteriori responsabilità ad ampio spettro.

Tale ampliamento è stato accompagnato dal moltiplicarsi di vincoli: a quelli interni connessi alle funzioni via via assunte dal bilancio, se ne sono aggiunti di esterni derivanti sia dalla disciplina eurounitaria – in

particolare degli aiuti di Stato e delle regole fiscali della governance economica europea – sia dai rapporti internazionali connessi all’evoluzione dei rapporti di forza tra le diverse economie – che, tra l’altro, ha condotto al progressivo ampliamento e rafforzamento della disciplina del cosiddetto *golden power*.

In questo nuovo quadro dell’ordine globale, anche la contabilità pubblica è chiamata a svolgere un ruolo fondamentale. Nell’attuale fase di revisione della disciplina giuscontabile nazionale alla luce del nuovo quadro della governance economica europea, l’acquisizione di tale consapevolezza è assai importante.

Come può, quindi, la disciplina giuscontabile accompagnare lo Stato nel suo rinnovato ruolo di attore economico? La risposta a un quesito così complesso si rinviene ricorrendo a una panoplia di strumenti.

Una prima precisazione è di ordine metodologico: occorrerà enucleare con attenzione i principi che dovranno orientare l’intervento dello Stato e quelli sui quali edificare le procedure contabili, cornice regolatoria indispensabile nella realizzazione dei suddetti interventi. Solo in tal modo, infatti, ogni decisione allocativa, redistributiva e di sviluppo dell’economia potrà assicurare, tra l’altro, la coerenza con il perseguitamento degli obiettivi di bilancio e la congruità delle risorse disponibili rispetto alle finalità perseguite.

Determinati tali principi, il perseguitamento delle finalità insite negli stessi si realizzerà attraverso l’introduzione e il potenziamento di importanti istituti. In primo luogo, occorrerà valorizzare le classificazioni di bilancio che, al di là del profilo meramente gestorio, consentiranno di comprendere con chiarezza le finalità alle quali sono destinate le poste di bilancio.

In secondo luogo, occorre dare luogo a un monitoraggio effettivo e costante della spesa pubblica. In tal modo potranno essere costantemente aggiornate le previsioni di bilancio basate sulle relazioni tecniche allegate ai provvedimenti normativi. Le previsioni, infatti, possono essere assimilate a dagherrotipi, che imprimono su una ipotetica lastra gli effetti finanziari delle disposizioni normative; tali effetti devono essere sempre aggiornati e, ancor di più, quando strettamente connessi a valutazioni che tengono conto, in particolare, dei comportamenti degli operatori economici, oggi come mai soggetti a innumerevoli variabili che ne modificano anche repentinamente le decisioni.

In terzo luogo, è necessario intervenire sulla valutazione delle politiche pubbliche, da declinare nello specifico senso di un’indagine sì degli aspetti finanziari, ma che non prescinda dall’analisi dei risultati fisici e qualitativi raggiunti. In altri termini, la valutazione delle politiche pubbliche, quando pienamente

Daria Perrotta è Ragioniere Generale dello Stato dal 2024. Magistrato contabile, è laureata in Scienze Politiche (LUISS) e Giurisprudenza (Urbino) e ha conseguito un Master in econometria applicata (Scuola Superiore dell'Economia e delle Finanze). Ha acquisito una lunga esperienza nelle istituzioni, prima presso la V Commissione della Camera dei deputati, poi in ambito governativo, in particolare come Capo di gabinetto del Sottosegretario alla Presidenza del Consiglio dei Ministri e Capo dell'Ufficio del coordinamento legislativo del Ministero dell'economia e delle finanze.

attuata, nell'orientare la spesa pubblica, è uno strumento efficace di revisione della stessa.

Tali strumenti sono volti a vincere sfide e raggiungere obiettivi che trovano il loro fondamento già nel dettato dell'articolo 81, terzo comma della Costituzione, qualora lo stesso sia letto anche in senso teleologico. Infatti, come già chiarito dalla giurisprudenza del nostro Giudice delle Leggi, il dettato costituzionale, oltre la verifica dell'allineamento temporale e quantitativo degli oneri e delle coperture, impone anche una verifica del cosa sia stato realizzato con le risorse stanziate.

Vi è, infine, un ultimo aspetto che non può trascurarsi: il vincolo di bilancio segna un preciso confine di determinatezza delle finanze pubbliche; confine che, anche tenendo conto del contributo dei soggetti privati, non lascia più spazio a impieghi non efficaci.

L'efficace impiego passa, da un lato per il coordinamento sempre più stretto e orientato dai principi di sussidiarietà e leale collaborazione tra le fonti di finanziamento dello Stato centrale, delle autonomie territoriali ed europee – queste ultime sempre più connotate dall'esplicita previsione di condizionalità, quali, solo a titolo esemplificativo, il principio del *Do No Significant Harm* (DNSH); dall'altro per un intervento privato che si connoti effettivamente tale e che non dia luogo al successivo consolida-

mento all'interno dei conti pubblici, come spesso accaduto, sino a ora, nel caso dei partenariati pubblici privati (riclassificati come *on balance*).

Nel descrivere il delicato rapporto tra la contabilità e il ruolo dello Stato nell'economia reale torna alla mente quanto emerse nel dibattito parlamentare che portò all'approvazione della legge n. 1291 del 1962. Erano gli anni nei quali si affermava il ruolo dello Stato come propulsore della crescita economica e, in quel contesto, si riteneva necessario indagare, non solo sotto il profilo monetario e quantitativo, i fatti e i sintomi «relativi a singoli settori ed aspetti della vita nazionale, per risalire alle relazioni generali e formulare principi da cui trarre scelte necessarie»; consapevoli dell'estrema complessità della gestione dell'azienda dello Stato e delle «intime correlazioni che l'avvincono [...] all'economia internazionale», la contabilità e la Ragioneria generale dello Stato dovevano fornire – come si legge nei resoconti parlamentari – «una guida meno incerta nel giudizio di scelta».

Ed è forse racchiusa in queste otto parole la chiave attraverso la quale declinare gli strumenti e le procedure codificati dalla disciplina contabile a supporto di uno Stato rinnovato attore dell'economia reale.

Fusioni e acquisizioni: opportunità di sviluppo o leva di potere di mercato?

di **Mario Comana**

Gli economisti d'azienda chiamano crescita esterna il percorso di sviluppo delle imprese che si fonda sull'acquisizione di altre aziende: concorrenti, fornitori, partner distributivi eccetera. Si contrappone alla strategia di crescita interna, basata sull'espansione del proprio ambito operativo: il mercato di sbocco, la gamma di offerta, le aree di riferimento.

La crescita esterna è un acceleratore dello sviluppo delle imprese, molto potente soprattutto nei settori dove la dimensione è un fattore competitivo rilevante. E oggi questo è deter-

minante in quasi tutte le industrie: dalla tecnologia all'automotive, dalle telecomunicazioni alla finanza. È un fenomeno fisiologico, che favorisce sia i produttori che i consumatori, sospinto negli scorsi decenni dalla globalizzazione, ma che rimane importante anche oggi che il vento sembra cambiato. Bene dunque che le imprese possano crescere anche per questa via, ma attenzione a due aspetti: che il vantaggio per i produttori non si traduca in un eccesso di potere di mercato e che la crescita dimensionale sia davvero nell'interesse dell'impresa e non del suo ma-

Mario Comana è professore di Economia degli Intermediari Finanziari alla LUISS di Roma. Dopo la laurea a Bergamo e una specializzazione alla Harvard University, ha insegnato in diverse università italiane e internazionali. È presidente dell'Organismo di vigilanza sui Confidi Minori, consulente scientifico di associazioni bancarie, vicepresidente del comitato scientifico di Napoli Fintech Lab e founding partner di Simmetrix. Ha ricoperto incarichi come consigliere indipendente e presidente di società quotate. Esperto in strategia bancaria, innovazione finanziaria e gestione del rischio, è autore di numerose pubblicazioni ed editorialista di *Milano Finanza*.

nagement o dei suoi azionisti. La concentrazione genera effetti di segno opposto sulla struttura del mercato. Se da un lato la scala dimensionale e l'efficienza dei produttori è evidentemente un beneficio anche per i clienti, c'è il rischio che la riduzione degli operatori dal lato dell'offerta determini effetti sfavorevoli. Alcuni produttori potrebbero diventare quasi-monopolisti, potrebbero innestarsi fenomeni collusivi oppure potrebbero attuare successivamente comportamenti come la disaffezione ad alcuni segmenti di mercato, in termini qualitativi o geografici, che andrebbero a colpire soprattutto i clienti più vulnerabili. L'interesse della singola impresa, la sua legittima tensione a crescere anche per linee esterne, deve essere compendiata con la tutela dei clienti considerando tutte le diverse potenziali situazioni che si riscontrano quando i mercati sono vasti.

Questo è vero anche e forse soprattutto nella finanza, di cui tutti siamo poco o tanto utilizzatori: dalla grande impresa al piccolo risparmiatore, dai governi sovrani all'artigiano sotto casa.

La concentrazione degli operatori giova alla loro solidità patrimoniale, aiuta la capacità di investimento e innovazione ed è quindi positiva per le grandi imprese, che potranno contare su partner più robusti che le accompagneranno nei loro investimenti, come per i piccoli operatori

che vedranno migliorare la gamma di prodotti e qualità dei servizi, soprattutto quelli telematici.

L'altra faccia della medaglia è la rarefazione dell'offerta, soprattutto in termini di presenza fisica. Qualcuno parla di desertificazione, con un evidente iperbole dal sapore catastrofista. Ma è vero che alla concentrazione segue una riduzione dei punti di offerta fisici, resi superflui o sovabbondanti, dicono le banche, dalla diffusione dei servizi online. È vero, in generale, ma dal punto di vista di alcuni utenti, quelli più periferici e meno attrezzati, comporta un deterioramento del servizio.

Quale esigenza privilegiare: quella della banca a diventare più tecnologica ed efficiente, a beneficio potenzialmente di tutti, o quella di chi, colpito dal digital divide o dalle scarse competenze informatiche, incontra maggiori difficoltà ad accedere al servizio?

Come bilanciare le due esigenze? È un esercizio delicato. L'altro fenomeno a cui assistiamo accanto all'accrescimento delle imprese bancarie è la minore attenzione riservata alle piccole e medie imprese. È documentata la riduzione dei volumi di credito a loro riservati. Le banche piccole e medie, più radicate nel territorio, hanno un rapporto preferenziale verso questa clientela, sono in grado di assisterla al meglio. Sono anche meno efficienti? Non è mai stato dimostrato, però

sono state oggetto di un trend di forte riduzione nel corso degli ultimi decenni.

È possibile favorire la crescita delle dimensioni degli intermediari bancari, utile al loro rafforzamento, senza penalizzare le piccole e medie imprese e i consumatori periferici? Teoricamente sì, ma le evidenze degli ultimi anni mostrano il contrario.

Il secondo tema è questo: chi beneficia delle operazioni di concentrazione, le imprese o i loro esponenti e i maggiori azionisti?

Le operazioni che vengono poste in essere sono concepite nell'esclusivo interesse delle aziende, nell'ottica della loro crescita e della loro efficienza, oppure sono motivate dal desiderio del management o dei soci di riferimento di acquisire posizioni dominanti, magari addirittura su una catena di società?

La letteratura scientifica, soprattutto americana, è ricca di studi che mostrano come i vertici aziendali usino spesso le aggregazioni per aumentare la loro visibilità, la loro remunerazione, il loro potere. E, di nuovo, questo è vero anche in finanza e anzi ancor di più in questo settore, vista l'influenza che banche e assicurazioni hanno sul sistema economico nel suo complesso. Non si può generalizzare, ma anche nei casi che stanno interessando il sistema bancario italiano siamo costretti a ragionare non solo dei riflessi aziendali delle offerte in corso, ma anche

e forse soprattutto degli assetti di governo che risulterebbero dal loro esito. Attraverso il potere di influenza che una minoranza qualificata può esercitare, è possibile che questa divenga il controllore della società, e se questa a sua volta si pone in posizione di controllo di fatto su un'altra, cioè senza la maggioranza delle azioni, ecco che abbiamo creato una catena di controllo attraverso il meccanismo della cosiddetta leva societaria. Un tempo si chiamavano anche scatole cinesi, o matrioska. Non è illegittimo, funziona tutto secondo le regole del diritto societario, ma questo non basta a escludere il problema di fondo, che un soggetto acquisisca un potere molto vasto, sproporzionato anche rispetto al pur ingente patrimonio investito.

È questa la democrazia economica che vogliamo?

Nel sistema capitalista, piaccia o no, si comanda con i voti, i voti vengono dalle azioni e le azioni vengono dall'investimento di capitali. Un'azione vale un'azione, dieci azioni valgono dieci voti eccetera. Recentemente è stata introdotta, meglio: ampliata, la possibilità di attribuire voti multipli a diverse categorie di azioni, ma è una regola generale, che vale per tutti, e quindi non altera i rapporti di forza fra gli azionisti. Ma siccome la maggioranza relativa, che è pur sempre una minoranza, ancorché magari qualificata, alla fine detiene il potere di decidere, il



meccanismo della leva societaria amplifica a dismisura il potere di chi detiene una serie concatenata di minoranze. Allora il sistema non è più democratico, anche se – ripeto – rispetta le regole formali, perché con poche azioni della controllante, riesce a governare molte società a valle, e prevalgo sulla (maggiore) quantità degli azionisti. Tutto questo ha molto a che vedere con le fusioni e acquisizioni in corso nel sistema italiano, motivate più dalla volontà di estendere la propria influenza che di arrecare benefici alle imprese interessate alla scalata. E questa diventa così un mero veicolo o strumento del desiderio di potere del regista dell'operazione.

Esiste un baluardo a questo rischio? Certo, le istituzioni di controllo sui mercati, che sono chiamate ad approvare le operazioni di offerta o a bloccarle se mancano requisiti di trasparenza, indipendenza, parità di condizioni fra tutti gli attori in campo. Così come possono, avrebbero potuto, sottoporre a condizioni restrittive le offerte lanciate sul mercato, se avessero adottato un approccio più sostanziale e non solo formale. Ma non l'hanno fatto, e non chiedetemi il perché.

Il capitale paziente: strategie pubbliche per uno sviluppo sostenibile

di **Fabio Massoli**

La storia economica degli ultimi vent'anni ha evidenziato con chiarezza la necessità di un nuovo paradigma di sviluppo: in un contesto segnato da volatilità, shock ricorrenti e mutamenti sistematici un modello basato su investimenti strutturali e di lungo termine, fondati su una solida alleanza tra pubblico e privato, si pone come il miglior presupposto per promuovere crescita inclusiva, resilienza economica e transizione sostenibile e giusta.

In tale scenario, il risparmio postale – con oltre 27 milioni di sottoscritto-

ri e una raccolta superiore ai 290 miliardi di euro – rappresenta una delle basi più solide per guardare con fiducia al futuro del Paese. Nel 2025 si celebrano i 150 anni dei Libretti Postali e il centenario dei Buoni Fruttiferi: strumenti semplici, garantiti dallo Stato, che incarnano un'idea di finanza paziente, orientata al lungo periodo e al bene collettivo. Risorse finanziarie private che costituiscono da sempre la base della capacità di intervento di Cassa Depositi e Prestiti nell'ambito della sua missione di interesse pubblico.

Fin dalla sua fondazione, nel 1850,

Fabio Massoli è Direttore Amministrazione, Finanza e Controllo di Cassa Depositi e Prestiti. In CDP dal 2015, ha ricoperto negli anni il ruolo di Responsabile Finanza e Deputy CFO, contribuendo allo sviluppo delle strategie finanziarie del gruppo. In precedenza ha lavorato con incarichi di crescente responsabilità in Unicredit e nel Gruppo BNP Paribas, maturando una solida esperienza nel settore bancario e finanziario. È stato membro di numerosi consigli di amministrazione, ed è attualmente consigliere di ASPI. Affianca l'attività manageriale a quella accademica, come professore a contratto presso la Luiss Business School, dove insegna al Master in Corporate Finance.

CDP ha infatti contribuito alla realizzazione delle infrastrutture che hanno unito fisicamente e virtualmente un'Italia appena costituita, come reti di trasporto, energia e telecomunicazione, ma anche luoghi del vivere sociale quali scuole, ospedali ed edilizia abitativa.

A partire dai primi anni duemila, in linea con altre banche di sviluppo europee come la tedesca KfW o la francese CDC, CDP ha ampliato significativamente la propria azione per far fronte alle nuove esigenze di un contesto caratterizzato da stringenti vincoli di finanza pubblica e da significativi fenomeni di carattere internazionale come la globalizzazione e il ruolo crescente della finanza nell'economia. Un'evoluzione che è coincisa con la trasformazione di CDP in Società per azioni e l'apertura del proprio capitale a soggetti privati (le Fondazioni di Origine Bancaria) al fianco del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Con la crisi del 2008-2009 e il conseguente deterioramento del quadro macro-economico generale, è stata avviata l'operatività a sostegno delle imprese sia sul fronte del debito, con l'erogazione di nuova liquidità attraverso il sistema bancario, sia su quello dell'equity, mettendo a disposizione capitale di rischio. In tempi più recenti il supporto si è esteso anche al *venture capital*, un ambito determinante per favorire l'innovazione e nel quale il Paese sconta un forte

gap rispetto al resto d'Europa. CDP è il principale investitore nel settore in Italia combinando competenze e risorse sia nazionali sia europee, con l'obiettivo di fare sistema con grandi aziende, università, attori istituzionali e sostenendo le start up lungo tutto il loro ciclo di vita.

La stessa logica di co-investimento pubblico-privato guida l'intervento nel settore abitativo. In collaborazione con le Fondazioni di origine bancaria, sono state sviluppate soluzioni di *housing* sociale, studentesco e senior, per rispondere alle nuove dinamiche demografiche e reddituali. Un segmento che si sta ampliando ben oltre le tradizionali fasce svantaggiate, includendo famiglie monoredito, giovani professionisti e anziani.

Se guardiamo al prossimo futuro, ci troviamo ancora di fronte a sfide complesse: dalla transizione energetica ed ecologica al rafforzamento della competitività industriale, dal mantenimento della coesione sociale allo sviluppo dell'autonomia strategica, senza trascurare l'accelerazione dell'innovazione tecnologica e la ridotta capacità di adattamento della società. A queste si aggiungono le tensioni geopolitiche e le mutevoli le prospettive degli scambi commerciali.

In questo scenario il modello finanziario tradizionale incentrato su obiettivi di breve termine e sul binomio rischio/rendimento, appare inadeguato. Occorre adottare metriche più ampie e articolate, che integrino

nella valutazione degli investimenti una terza, cruciale dimensione: l'impatto. Cassa Depositi e Prestiti in particolare a partire dal 2022 ha integrato questa visione nel proprio processo decisionale, con l'introduzione di politiche di finanziamento e di investimento responsabile che prevedono la valutazione ex-ante e il monitoraggio di impatto ex-post per ciascuna operazione.

A livello aggregato, nel solo 2024 l'intervento di CDP ha contribuito a creare o mantenere 407 mila posti di lavoro e a generare un volume di PIL pari all'1,4%, impegnando 24,6 miliardi di euro e registrando un utile netto pari a 3,3 miliardi. Questi risultati sono stati realizzati anche grazie alla diversificazione delle fonti di raccolta.

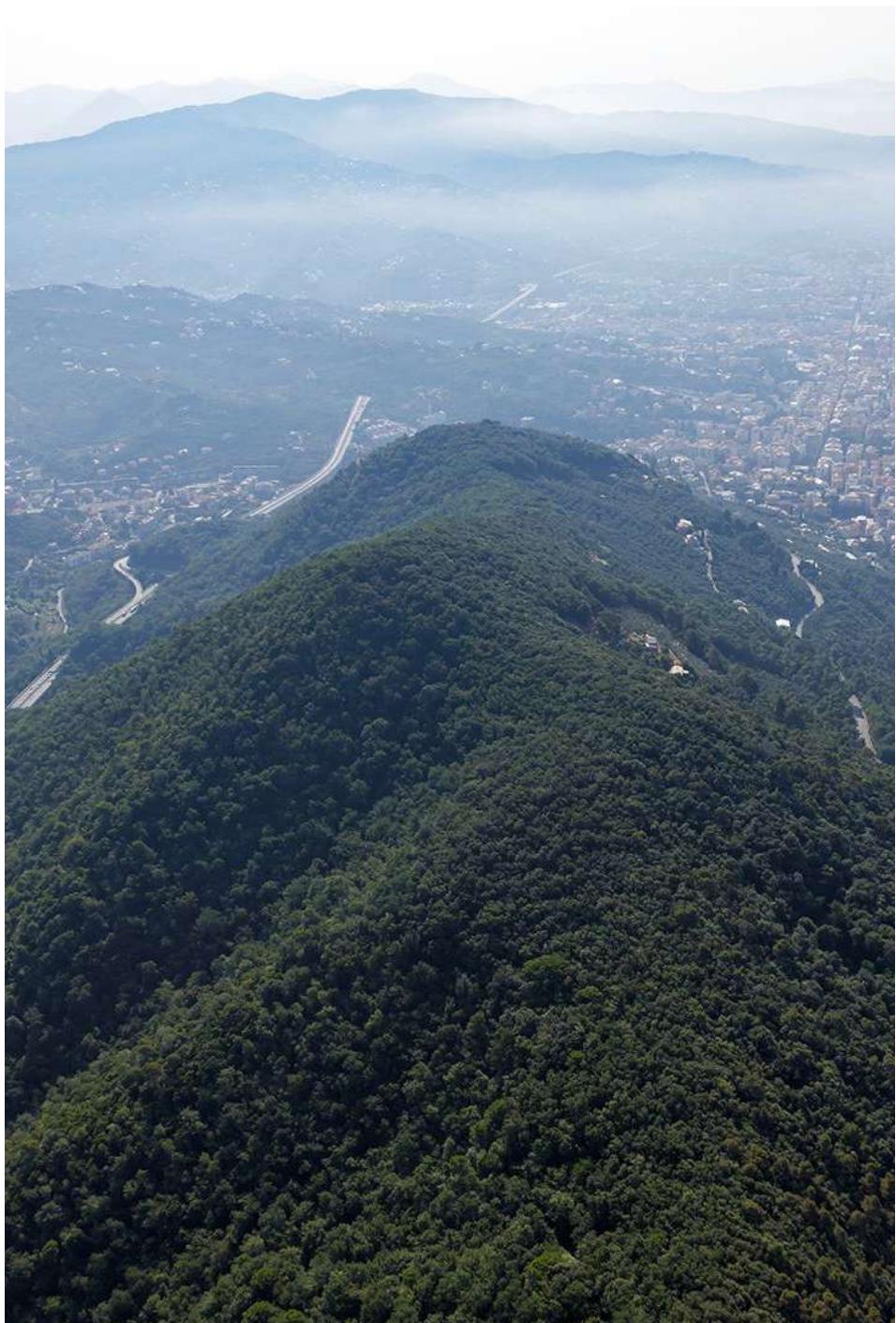
Accanto alla tradizionale raccolta postale, CDP ha consolidato il proprio ruolo sui mercati dei capitali attraverso emissioni obbligazionarie ESG – Social, Green e Sustainability Bond – rivolte a investitori istituzionali. Particolarmente significativa l'apertura a nuovi strumenti e mercati, come dimostrano le emissioni collocate con successo negli Stati Uniti, il lancio del primo Digital Bond su tecnologia blockchain, che rafforza ulteriormente la trasparenza, la tracciabilità e l'efficienza operativa e del nuovo Green Bond, che ricorre ancora alla tecnologia blockchain per la rendicontazione dell'utilizzo dei fondi raccolti.



Un'emissione che è stata la prima di CDP riservata a investitori istituzionali, quotata esclusivamente su Borsa Italiana, e parte di un'iniziativa più ampia, volta ad attrarre altri emittenti, che ha l'obiettivo favorire la crescita del sistema finanziario italiano, migliorandone la percezione anche a livello internazionale.

Questo approccio di finanza pubblica responsabile, fondata sul capitale paziente, è non solo un'alternativa, ma una necessità.

CDP, in linea con il Piano Strategico 2025-2027, continuerà a interpretarlo, con rigore finanziario, con visione industriale e con la consapevolezza che uno sviluppo sostenibile e duraturo richiede vi siano a disposizione strumenti solidi, orizzonti lunghi e radici profonde.



Finanza e piccole imprese: mondi distanti costretti a convivere

di Paolo Manfredi

Nel ragionare della relazione tra piccole imprese e finanza, è innanzitutto necessario sgombrare il campo da un'ambiguità: piccole imprese e finanza non si amano, tutt'altro. È una diffidenza antica, che le trasformazioni dei mercati, in particolare dopo la crisi finanziaria del 2008, hanno semmai contribuito a esacerbare. Ciascuna delle due entità, considerata in purezza, nega all'altra l'*ubi consistam*: la piccola impresa guarda alla finanza come a un arcigno controllore o, peggio, come a un virus che, sottrae poesia, artigianalità, posti di lavoro; la finanza, come anche

la tecnologia, ragiona in termini di volumi, standardizzazione, massimizzazione dell'efficienza.

Tra le radici profonde della distanza tra i due mondi c'è una diversa matrice culturale: le PMI sono figlie della sussistenza e dell'energia, oggi come da secoli manifestazione di comunità operose che creavano impresa innanzitutto come forma di sostentamento; la finanza è figlia della pianificazione e guarda agli altri valori – come il legame con il territorio o l'identità dell'impresa – come elementi collaterali, utili se contribuiscono al fine



ultimo, insostenibili se non lo fanno. Il concetto stesso di scalabilità — così centrale nell'economia a tradizione finanziaria, in cui il mantra è creare valore per gli investitori, il management e, al massimo, fantomatici stakeholder — suscita in qualunque artigiano o piccolo imprenditore, che pratica il mestiere come scelta di vita e vive la comunità in cui lavora, un mixto di diffidenza e orrore.

A guardarsi oggi in cagnesco non sono però due entità in eguale stato di salute e centralità sociale ed economica. La finanza vive infatti, nonostante le ripetute crisi economiche ad essa riconducibili, un'infinita fase di grazia e centralità nel discorso economico e politico, mentre la piccola impresa diffusa è da lunghi soprattutto una sopravvivenza, stimata ed evocata a volte, biasimata

altre, ma assai poco oggetto dell'attenzione che meriterebbe, quanto meno per aver tenuto a galla interi sistemi produttivi quando l'ubriacatura finanziaria presentava il conto.

Data la crescente disparità di forze tra i due mondi, l'avversione delle Piccole e Medie Imprese (PMI) per la finanza si è manifestata finora soprattutto come un sospetto culturale, mentre quella della finanza per le PMI ha avuto conseguenze ben più concrete, fino alla desertificazione produttiva di quei territori sotto soglia critica di competitività. Oggi, però, i due contendenti sono in qualche modo chiamati a parlarsi, a partire da un mutuo riconoscimento.

Da un lato, fare impresa costa sempre di più e anche le imprese più piccole hanno un bisogno crescente di realizzare investimenti — basti pensare all'innovazione digitale e alla sostenibilità — che richiedono capitali spesso superiori a quanto l'impresa riesca a mobilitare esclusivamente con le proprie risorse.

Questi capitali sono sempre meno concessi in virtù di reti corte e *intuitu personae*, ma sono sempre più ancorati a dati oggettivi, che impongono alle imprese attenzione, conoscenza e comportamenti coerenti. L'impresa piccola deve, e può, costruire un rapporto con la finanza per sostenere progetti sani di crescita, fondati sullo sviluppo di un saper fare che guarda con fiducia al mondo come mercato e alla tecnologia come



Paolo Manfredi si occupa da oltre vent'anni del rapporto tra digitale, sistemi territoriali e PMI. È consulente per la trasformazione digitale e responsabile del Progetto Speciale PNRR di Confartigianato Imprese e co-founder e responsabile di impatto di Upskill4.0 Società Benefit. È autore di *L'economia del su misura* (Marsilio, 2016) e *Provincia non periferia. Innovare le diversità italiane* (Egea, 2019), *L'eccellenza non basta. L'economia paziente che serve all'Italia* (Egea, 2023). Cura il blog *Grimpeur: scalare la montagna dell'innovazione inclusiva* per Nova 100 – Il Sole 24 Ore e scrive di politica ed enogastronomia.

estensione della mente e della mano umana, senza timori né reverenze.

Anche la finanza è oggi chiamata a riconsiderare il rapporto con le PMI, soprattutto per le implicazioni sociali e politiche – e quindi anche economiche – della desertificazione produttiva, figlia di condotte estrattive e irresponsabili. Una dinamica, quella della sottomissione delle economie locali alle logiche perverse della finanziarizzazione, che ha messo in crisi molti territori, i quali, come scrive il geografo economico Rodríguez-Pose, hanno finito per vendicarsi. Al di là degli interessi di brevissimo termine, un sistema politico e sociale fondato strutturalmente sul caos e sul risentimento difficilmente può generare buon business. Non si tratta di aggiungere qualche decimale al “capitalismo a responsabilità sociale”, ipotesi che ci lascia personalmente freddi circa le reali prospettive di trasformazione, soprattutto di fronte a momenti, come l'attuale, di strappo delle convenzioni circa ciò che è corretto e responsabile. L'obiettivo è più profondo e ambizioso.

La finanza, almeno quella che non vive per spostare sempre più in là i confini del lucro possibile, ma mantiene un legame sano con i luoghi, in una prospettiva lungimirante di stabilità e sostenibilità, deve porsi seriamente il tema di accompagnare i sistemi produttivi locali in un nuovo paradigma di convivenza meno darwiniana tra

turbocapitalismo e attenzione al benessere delle comunità. L'impresa diffusa, a sua volta, deve riconoscere che competenze e innovazione, tecnologica e organizzativa, sono elementi necessari per stare sul mercato, anche dialogando con gli altri attori, finanza inclusa, e che l'età eroica della pura resilienza deve lasciare il passo a modelli più consapevoli.

Queste reciproche prese d'atto rappresentano le premesse per un ripristino di condizioni igieniche di convivenza tra globale e locale, tra grande scala e misura di braccio, che necessariamente poggianno su una ritrovata democrazia economica, quale quella che possono assicurare anche sani sistemi produttivi locali. Non è un'ipotesi riduzionista, che nega il senso di processi economici globali per ricondurre tutto al km zero, ma un percorso obbligato per la sopravvivenza stessa delle democrazie liberali, che inevitabilmente deperiscono dove prosperano scontento e marginalizzazione. Alle istituzioni, e ai corpi intermedi, spetta il necessario lavoro di costruzioni di cornici di senso e di politiche per facilitare questo incontro, o meglio questa convivenza, di cui il sistema Paese e non solo ha terribilmente bisogno.

Il capitale umano





La città del Sole

Tommaso Campanella

Dicono ancora che la povertà grande fa gli uomini vili, astuti, ladri, insidirosi, fuorasciti, bugiardi, testimoni falsi; e le ricchezze insolenti, superbi, ignoranti, traditori, disamorati, presumitori di quel che non sanno. Però la communità tutti li fa ricchi e poveri: ricchi, ch'ogni cosa hanno e possedono; poveri, perché non s'attaccano a servire alle cose, ma ogni cosa serve a loro. E molto laudano in questo le religioni della cristianità e la vita dell'Apostoli.

Una finanza a misura di futuro

di Ugo Biggeri

Abbiamo alcuni enormi problemi globali da affrontare. È stato ampiamente dimostrato come siano necessari interventi drastici per contenere cambiamenti climatici (IPCC). È assodato che i costi per la collettività connessi ai cambiamenti climatici sarebbero molto maggiori degli investimenti necessari per evitarli.

I *Sustainable Development Goals* (SDGs) delle Nazioni Unite, 17 obiettivi globali interconnessi relativi ad aspetti ambientali, sociali e di equità, sono condivisi a livello internazionale per raggiungere un futuro migliore e più sostenibile per tutti.

Gli SDGs in particolare indicano la necessità di un cambiamento radicale del modo con cui l'economia e la finanza si relazionano con gli impatti sociali ed ambientali: per la prima volta dalla loro istituzione sono in buona parte diretti anche ai Paesi più ricchi e non solamente ai cosiddetti Paesi in via di sviluppo. Indicano quindi la necessità di un cambiamento generale “necessario” per non scatenare policrisi globali ambientali e sociali. Contrasto ai cambiamenti climatici, sistemi di produzione e consumo sostenibile, tutela degli ecosistemi e delle ac-

Ugo Biggeri è laureato in Fisica e da sempre impegnato nei movimenti della società civile. È stato fondatore di Banca Etica e dal 2009 è docente a contratto in Finanza etica e microcredito presso l'Università di Firenze. È stato fondatore e quindi presidente di Banca popolare Etica e di Etica Sgr. Attualmente è il rappresentante per l'Europa della rete internazionale Global Alliance for Banking on Values. I suoi libri i più recenti: *I soldi danno la felicità* (Chiarelettere, 2020), *Finanza Etica* (Il Mulino, 2021), *Ethical Finance and prosperity, beyond ESG investment* (Routledge, 2023).

que, città sostenibili... sono alcuni di questi obiettivi.

Se il cambiamento delle prassi economiche deve essere drastico, il tema centrale è il dibattito (tradizionale) riguardo al legame tra scelte economiche e impatti socio-ambientali. In questo senso, la finanza etica rappresenta una nuova critica fondamentale al *laissez-faire*, ovvero al ruolo "supra-sociale" della finanza, come inteso fino ad oggi, che viene meno. La finanza non può più essere vista come neutrale rispetto alle ripercussioni sociali e ambientali. La finanza etica per contro trova la sua definizione nella capacità di valutare, oltre alle tradizionali variabili finanziarie, anche variabili di impatto sociale ed ambientale in tutte le sue attività.

La finanza riguarda tutti noi; sia nelle nostre azioni quotidiane sia a causa dell'enorme influenza che ha sulle scelte politiche e private a livello globale e locale.

La finanza è connessa alla gestione del denaro e il denaro è uno strumento incredibilmente potente per facilitare le nostre vite. Non solo per gli scambi commerciali o per determinare chiaramente il nostro reddito. La finanza fornisce sistemi di pagamento, crea il giusto abbinamento tra risparmiatori e investitori e alloca in modo efficiente il credito. Genera, gestisce e distribuisce informazioni e prezzi. La finanza mutualizza e scambia rischi. Aumenta la

liquidità degli attivi. Facilita le politiche fiscali, effettua previsioni, anticipa le risorse per le future attività economiche, accelerandole.

In modo ancora più schematico, la finanza si occupa di due obiettivi principali. Il primo riguarda l'allocazione efficiente delle risorse finanziarie. I mercati efficienti dovrebbero essere in grado di spostare risorse dove sono necessarie per far crescere l'attività economica, ad esempio trasferendo temporaneamente risparmi da quegli agenti in surplus a quelli in deficit. Questa funzione apparentemente semplice offre potenzialmente a tutti la possibilità di utilizzare le proprie capacità imprenditoriali. In questo modo, la finanza contribuisce a generare ricchezza e prosperità nelle comunità. E determina anche quale economia del futuro sarà finanziata.

L'altro obiettivo importante riguarda la gestione dei rischi associati alle attività finanziarie. L'identificazione dei rischi, la loro valutazione e, di conseguenza, la loro gestione sono strumenti incredibilmente potenti per trovare soluzioni che consentano investimenti e operazioni finanziarie. Ancora una volta, gestendo e riducendo i rischi, la finanza potrebbe aiutare a costruire comunità più resilienti. La finanza ha anche importanti funzioni sociali. Allocando risorse, consente l'accesso ai servizi finanziari anche a quegli agenti che soffrono di vincoli economici: una sorta di redistribuzione temporanea della

ricchezza che permette a individui e imprese di uscire dal ciclo della scarsità di risorse.

Attraverso il circuito credito-risparmio, le banche creano moneta commerciale in una misura approssimativamente equivalente al loro portafoglio di credito e che di fatto è circa il 95% della moneta circolante. Beni, posti di lavoro e creazione di ricchezza sono enormemente facilitati dagli strumenti finanziari.

Infine, la finanza può gestire anche rischi sistematici e a lungo termine, abilitando operazioni complesse come investimenti infrastrutturali e gestione della finanza pubblica.

Il problema oggi è che gran parte dell'attuale sistema finanziario ha perso di vista il suo scopo "teorico" e sociale. Da strumento al servizio dell'economia e per l'assegnazione ottimale delle risorse nel sistema produttivo, la finanza è diventata fine a sé stessa, con il solo scopo di fare soldi con i soldi. Oggi viviamo con il paradosso dell'eccesso di liquidità, da un lato, e, allo stesso tempo, l'esclusione finanziaria dall'altro.

Atteggiamenti auto-referenziali ampiamente diffusi hanno portato la finanza a operare senza scrupoli in cerca di profitti a breve termine in modo "predatorio" (si pensi alla crisi dei mutui subprime nel 2007-2008), e questo ha contribuito ad aumentare le disuguaglianze e l'esclusione sociale. Anche per questo, dopo decenni in cui la forbice si ri-

duceva, le disuguaglianze globali tra il benessere delle persone sono tornate a crescere.

Le risorse finanziarie si indirizzano verso i mercati finanziari globali a somma zero dei derivati e degli strumenti di investimento complessi e non raggiungono più le attività produttive (si stima che il solo mercato dei derivati abbia un valore nominale pari a 33 volte il PIL mondiale). Pochissimi operatori finanziari controllano il 60% del mercato dei derivati e solo 3 operatori del settore degli investimenti detengono il 20% delle azioni delle principali imprese mondiali delle S&P500: è legittimo mettere in dubbio che la finanza globale sia un libero mercato.

Ma forse la deviazione più significativa riguarda la capacità di gestione dei rischi: palesemente i rischi sistematici ambientali globali non sono gestiti dall'autoregolamentazione del mercato. Anzi i mercati finanziari hanno frenato le possibili azioni di mitigazione e già si stanno spostando verso l'adattamento ai cambiamenti e allo spostamento sulla collettività dei rischi finanziari connessi ai cambiamenti climatici.

L'incapacità drammatica della finanza di affrontare i suoi comportamenti insostenibili ha sottolineato l'importanza di pensare e agire nella finanza in modo diverso: questo è l'obiettivo della finanza etica.

L'approccio normativo al tema della sostenibilità è stato fino ad oggi im-





prontato al cambiamento volontario del modo di operare da parte degli attori finanziari (e quindi offerti ai cittadini): prodotti di finanza sostenibile, codici di condotta collettivi, impegni non vincolanti.

Negli USA questa strategia ha già dimostrato la sua debolezza e scarsa efficacia: con la amministrazione Trump le tematiche ESG, DEI e il contrasto ai cambiamenti climatici hanno fatto drammatici passi indietro.

In Unione Europea il percorso è ancora in essere, ma in via di rallentamento. Le norme europee pur rappresentando un set normativo tra i più avanzati hanno comunque delle criticità importanti: hanno aggiunto obblighi burocratici importanti a chi fa finanza sostenibile lasciando meno barriere burocratiche a chi fa business *as usual* (di fatto non aiutando la competitività della finanza sostenibile); hanno minato la fiducia pubblica nella finanza sostenibile rendendo ammissibili in tali prodotti investimenti in settori controversi come le armi, il nucleare, il gas da fonti fossili. Tutti settori che per altro non hanno difficoltà di accesso al mercato dei capitali.

Più in generale l'approccio volontaristico e per prodotti non è sufficiente per il cambiamento di cui c'è bisogno in finanza ed economia. In modo esemplificativo e drastico possiamo ricordare come la fine della schiavitù e i diritti dei lavoratori non siano stati ottenuti per un cambiamento

volontario dei mercati o per i programmi di CSR delle imprese, ma per l'introduzione di norme chiare che hanno proibito determinate attività. L'aspetto più positivo delle normative europee riguarda il principio *Do not significantly harm* secondo il quale tutte le imprese (finanziarie e non) dovrebbero garantire di non fare danni significativi su alcuni ambiti ambientali e sociali che sono in corso di definizione.

Si tratta della rivoluzione di cui avremmo bisogno: ripensare l'economia in modo che accanto alle valutazioni classiche finanziarie vengano fatte valutazioni sugli impatti. Un principio della cui portata forse la stessa Commissione Europea non ha colto le enormi implicazioni rispetto alle teorie economiche.

Immaginando un futuro in cui la politica ritrovi il coraggio di fare scelte di indirizzo chiaro in temi di economia e finanza, sarebbe bello riscoprire il ruolo della finanza pubblica che può e dovrebbe affiancarsi a quella privata nella gestione delle crisi globali, con l'introduzione di una tassa sulle transazioni finanziarie per riportare la finanza ad investire nell'economia reale. Ed infine una seria pianificazione normativa per arrivare a una uscita dal petrolio in modo da non farne ricadere le conseguenze sui cittadini. Non si tratta di utopie ma delle scelte più efficienti per provare ad uscire dalle policrisi in cui ci troviamo.

Etica e rendimento: cosa insegna la finanza islamica

di **Daniele Atzori**

Lo sviluppo sostenibile è stato definito dalle Nazioni Unite come quella forma di sviluppo in grado di soddisfare i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri. Questa visione è affine a molte concezioni religiose, per esempio ad alcune correnti del pensiero islamico contemporaneo. La morale costituisce, infatti, il nucleo fondante della cosiddetta economia islamica. Al paradigma dell'*homo oeconomicus* della teoria neoclassica, che agisce razionalmente per massimizzare il proprio interesse, l'economia isla-

mica sostituisce il concetto di *homo islamicus*, un attore economico mosso non solo dall'utilità, ma anche da valori morali e da una concezione integrata dell'essere umano, in cui dimensione spirituale e materiale sono interconnesse. In questa prospettiva, l'alienazione prodotta dal sistema di mercato moderno è vista come il risultato di una separazione innaturale tra bisogni materiali e spirituali.

La funzione sociale

L'economia islamica riconosce pienamente la proprietà privata, il libero mercato e la ricerca del profitto,



Daniele Atzori è un ricercatore e analista specializzato in geopolitica, energia e mercato del carbonio. Vive e lavora nel Regno Unito, coordinando attività di ricerca strategica e formazione su temi legati alla transizione energetica. Ha collaborato con imprese, università e istituzioni, contribuendo al dibattito sulle politiche energetiche attraverso articoli, seminari e interventi accademici. Ha conseguito un dottorato di ricerca presso la Durham University e pubblicato con Routledge e il Mulino. Il suo lavoro unisce rigore analitico, chiarezza comunicativa e una prospettiva interculturale sulle sfide della sostenibilità.

ma impone a tali elementi un limite etico: essi devono svolgersi entro i confini della giustizia sociale e del bene comune. In presenza di fallimenti del mercato, lo Stato ha un ruolo legittimo nell'intervenire per ristabilire l'equilibrio e proteggere i soggetti più vulnerabili.

Economisti come Muhammad Umer Chapra hanno tentato una sintesi tra economia islamica e sostenibilità ambientale. Secondo Chapra, l'essere umano, in quanto vicario (*khali-fa*) di Dio sulla Terra, ha il compito di gestire le risorse naturali in modo responsabile. L'accesso alle risorse è dunque legittimo solo se rispettoso dei limiti imposti dalla rivelazione divina. Lo sfruttamento irresponsabile, lo spreco e l'accaparramento

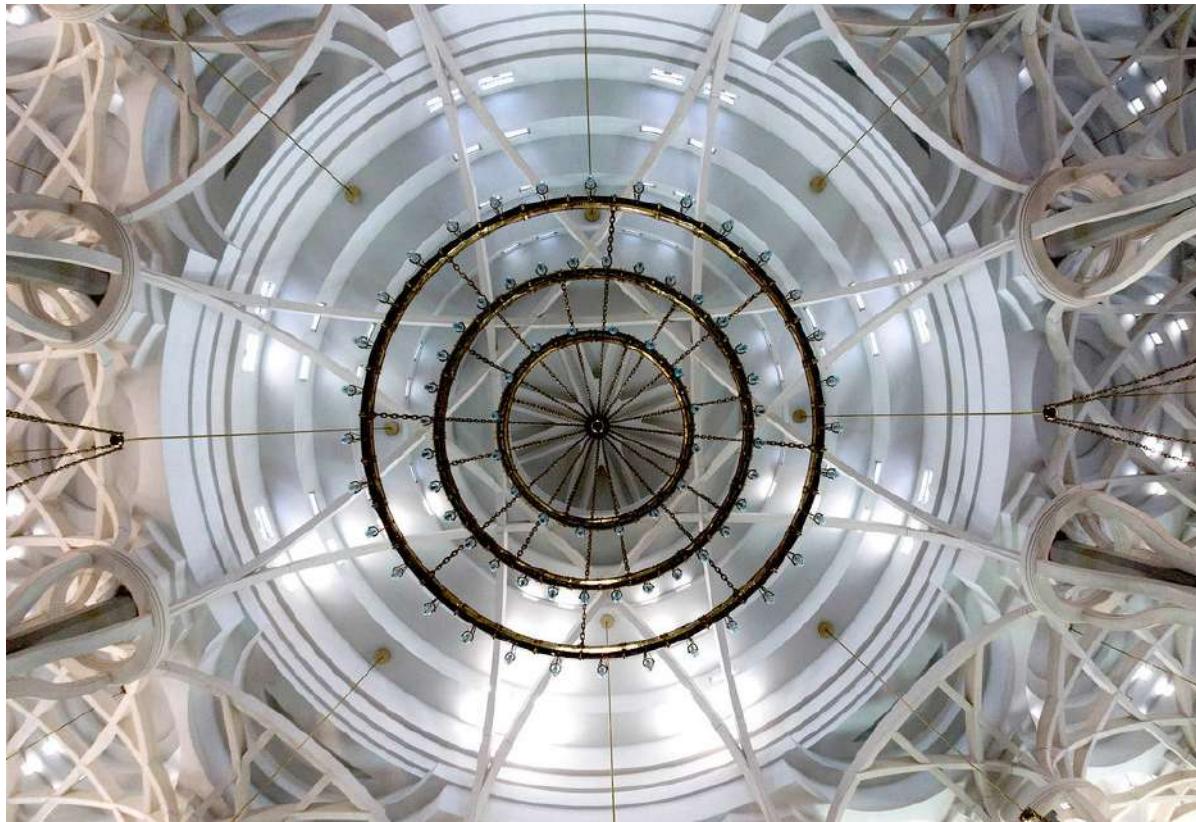
si configurano come violazioni del patto fiduciario (*amanah*) tra l'umanità e Dio. Da questa visione deriva un concetto di sviluppo morale, che include crescita economica, ma anche elevazione etica e spirituale.

Questa visione etica e spirituale dello sviluppo presenta numerose analogie con la dottrina sociale della Chiesa cattolica. Papa Francesco, in particolare nell'enciclica *Laudato Si'*, ha proposto un modello di sviluppo in cui la custodia del creato e la giustizia sociale si intrecciano con la spiritualità cristiana. Entrambe le visioni, islamica e cristiana, denunciano la logica dello sfruttamento indiscriminato delle risorse e propongono alternative spiritualmente e socialmente responsabili.

Strumenti e principi

Sulle basi dell'economia islamica si fonda la finanza islamica, che ha sviluppato strumenti finanziari coerenti con i principi dell'Islam, mirati a garantire giustizia economica, equità e responsabilità. Tra i principali strumenti troviamo:

- *Mudarabah*: un contratto di partecipazione agli utili tra un investitore (*rabb al-mal*) e un imprenditore (*mudarib*). Il capitale è fornito dall'investitore, mentre l'imprenditore contribuisce con il lavoro e la gestione.
- *Musharakah*: un partenariato in cui tutte le parti contribuiscono con capitale e condividono profitti e perdite.



Entrambe queste formule escludono l'interesse (*riba*), promuovendo invece la condivisione del rischio e la cooperazione.

La finanza islamica è particolarmente adatta alla finanza di progetto, ovvero al finanziamento di grandi opere infrastrutturali con finalità sociali o energetiche. Un ambito particolarmente promettente per lo sviluppo della finanza islamica è quello della finanza di progetto nel settore delle energie rinnovabili. La struttura di strumenti partecipativi può permettere di coinvolgere in-

vestitori e sviluppatori in progetti a lungo termine che rispondano a criteri di sostenibilità ambientale. L'emissione di *green sukuk* (obbligazioni islamiche impiegate per finanziare progetti sostenibili a basso impatto ambientale) consente, per esempio, di indirizzare capitali verso impianti di energia solare ed eolica, contribuendo così alla realizzazione di infrastrutture con un impatto positivo sulla società. Anche istituzioni multilaterali stanno promuovendo attivamente l'uso della finanza islamica per progetti energetici sostenibili nei paesi in via di sviluppo,



dimostrando il potenziale di questo approccio nel promuovere una transizione ecologica equa. Negli ultimi anni, la finanza islamica è stata infatti impiegata per finanziare numerosi progetti in ambito ambientale e sociale, dai Paesi del Golfo alla Malesia.

Un paradigma globale: spiritualità e sostenibilità

La finanza islamica illustra come le grandi tradizioni religiose possano costituire una risorsa per modelli di sviluppo sostenibili. Le religioni possono infatti contribuire a formulare paradigmi alternativi, più umani,

più profondi e più responsabili. In questo senso, le religioni possono aiutare a superare la falsa dicotomia tra sviluppo economico e tutela dell'ambiente, mostrando che è possibile conciliare crescita, giustizia e spiritualità. Esse offrono una risposta alle inquietudini dell'uomo contemporaneo, alienato da un sistema che lo priva del senso del limite, del sacro e della responsabilità collettiva. Oggi, nel pieno della crisi ecologica e sociale, il dialogo interculturale e interreligioso può contribuire ad orientare l'umanità verso una sostenibilità autentica e condivisa.

Il capitale virale

di Starting Finance

Nel 1992, uno degli strateghi della campagna elettorale di Bill Clinton coniò uno slogan destinato a superare i confini della politica americana e a entrare nell'immaginario collettivo globale: *It's the economy, stupid.* Poche parole, dirette e provocatorie, che catturavano in modo impeccabile lo spirito di un'epoca segnata dalla fiducia incrollabile nei mercati, dalla corsa alla globalizzazione e dalla liberalizzazione dei settori chiave dell'economia. Sono passati trentatré anni da allora e, sebbene il mondo abbia attraversato crisi economiche, pandemie e trasformazio-

ni geopolitiche, l'assunto di fondo è rimasto lo stesso. Semplicemente, oggi deve fare i conti con una nuova grammatica dell'influenza e dell'attenzione: quella dei social media e dell'immaginario digitale. Ecco allora che *It's the economy, stupid* diventa *It's the meme economy, stupid.* Perché il potere di creare valore – culturale, politico, persino economico – oggi passa anche da un post virale, da un volto carismatico e da una battuta che fa il giro del web in pochi secondi.

Per un'azienda, ignorare tutto questo equivale a rinunciare a una parte

sostanziale della propria esistenza. I social media, piaccia o no, generano un *continuum* dove il confine tra online e offline si fa sempre più sottile. E, come ci ricorda il sociologo Marshall McLuhan, i media non sono mai neutri: ogni piattaforma impone regole, tempi, formati.

Così cambia anche il modo di comunicare: testi brevi, immagini forti, parole semplici ma efficaci, una grafica d'impatto. E, spesso, una buona dose di ironia, capace di rendere accessibili temi complessi e di conquistare l'attenzione in pochi secondi. In questo nuovo ecosistema mediale – popolato da post, reel, dirette, caroselli e meme – non esiste argomento, micro o macro che sia, che non possa essere raccontato. A patto, naturalmente, che si rispettino i codici della comunicazione digitale:

velocità, continuità, attenzione. E così anche l'economia, la finanza e i mercati possono trovare nuove vie di espressione attraverso linguaggi crossmediali capaci di coniugare precisione e profondità con immediatezza e coinvolgimento.

Quando Starting Finance è nata, nel 2018, i social network erano già diventati il campo da gioco della nuova competizione imprenditoriale. Un'arena digitale in cui le startup più giovani si contendevano attenzione e fiducia, sperimentando modelli di business inediti. Non solo. Spesso mancava anche il perimetro legislativo all'interno del quale si trovavano ad agire nuovi operatori economici, come i content creator, privi persino di un codice Ateco a causa della lentezza con cui il diritto insegue l'innovazione. Insomma, uno scenario in rapida evoluzione, con poche regole e molti attori in gara per conquistare visibilità e spazi digitali da presidiare.

Serviranno probabilmente anni prima che sociologi ed economisti riescano a definire con chiarezza se i social abbiano segnato un autentico cambio di paradigma nei modelli di impresa e comunicazione.

Ma un dato è già evidente: per essere competitivi e generare valore, oggi non basta più avere un buon prodotto. Occorre costruire una narrazione solida, produrre contenuti capaci di generare fiducia, e trasfor-



mare questa fiducia in reputazione. Una reputazione che, per essere tale, ha bisogno di essere riconosciuta e condivisa. Perché anche online, come offline, serve carisma. Solo che oggi ha una forma nuova: è digitale, istantaneo, virale.

In un ecosistema mediale in cui la comunicazione non è più forma ma sostanza, ciò che conta è dunque la capacità di esercitare influenza, ispirare e attrarre utenti attraverso un insieme di strategie di comunicazione, tecniche di marketing e presenza online: quello che in geopolitica verrebbe definito soft-power, che si basa sulla persuasione ma rappresenta pur sempre una forma di potere.

Nel mondo dei social network, il carisma si coltiva tra contenuti autentici, coerenza narrativa e una community attiva.

E si misura non più solo in follower, ma in engagement, fiducia, partecipazione. Non è una semplice dote personale: è una leva strategica. Lo dicono i dati, lo dimostrano le scelte delle aziende più lungimiranti, lo confermano i casi di successo dei brand leader nel mercato: sono tali non solo per i loro prodotti, ma perché sanno ispirare, trasmettere valori e costruire legami duraturi con il proprio pubblico.

È qui che entra in gioco il capitale simbolico, quel patrimonio immateriale fatto di reputazione, autorevolezza e riconoscimento sociale, che oggi affianca – e spesso potenzia – il



Starting Finance è la principale startup italiana dedicata all'educazione e all'informazione economico-finanziaria per le nuove generazioni. Nata nel 2018 da un gruppo di studenti universitari, ha costruito la più grande community under 35 del settore, raggiungendo oltre 7 milioni di utenti al mese sui social. Attraverso contenuti digitali, eventi, corsi e una propria business school, Starting Finance promuove la consapevolezza finanziaria come strumento di benessere e cittadinanza. Con iniziative come il *Manifesto per l'educazione finanziaria* e l'*Investment Meeting*, si è affermata come realtà di riferimento a livello nazionale.



capitale economico, trasformandolo in valore. Il carisma digitale cattura l'attenzione in un mercato in cui l'attenzione stessa è diventata una valuta. Genera fiducia, crea appartenenza e trasforma la community in una rete di sostenitori pronti a difendere e promuovere il brand. Non perché quel marchio rappresenti semplicemente un servizio o un prodotto, ma perché incarna un'identità, uno stile, un modo di raccontarsi al mondo.

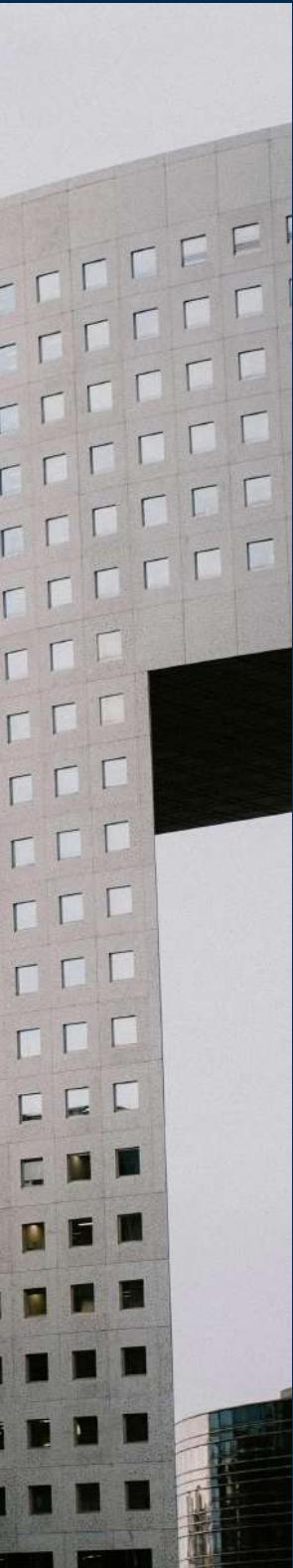
Ogni like, commento, stories o repost è un gesto simbolico: per l'utente, un modo per esprimere chi è attraverso ciò che sceglie di seguire; per l'azienda, un valore economico reale. In questa dinamica, il brand diventa linguaggio, e la comunicazione digitale uno spazio dove identità e mercato si

incontrano e si rafforzano a vicenda. In questo scenario, Starting Finance rappresenta un caso esemplare: una piattaforma nata per educare alla finanza ma capace di farlo parlando il linguaggio della rete.

La loro strategia di comunicazione incarna molti dei principi della meme economy: contenuti chiari, accessibili, socialmente condivisibili. Un progetto nato da studenti universitari che hanno intuito, forse prima di altri, che l'educazione economica può – e deve – passare anche da Instagram, TikTok e YouTube. Dove la viralità non è solo intrattenimento, ma veicolo di conoscenza. Dove il carisma non è fine a sé stesso, ma leva cognitiva e strumento di cittadinanza.

Algoritmi e monete del futuro





Robinson Crusoe

Daniel Defoe

Risi fra me stesso alla vista di questo danaro, e ad alta voce esclamai: "Robaccia, a che cosa sei buona? Tu non mi giovi a nulla, al gran nulla! non compensi l'incomodo di levarti da terra; un di questi coltelli val più di tutto questo tuo mucchio. Di te non saprei in che modo servirmi; dunque resta dove sei, ed affondati co' resti del vascello; tu non sei tal creatura, che meritì le sia salvata la vita". Nondimeno dopo una seconda riflessione la presi tutta questa robaccia, e l'avvolsi entro un pezzo di tela da vele.

I dilemmi della società senza contante

intervista a **Paolo Bonolis** a cura di **Gaetano Febbraio**

Dalla Svezia agli Stati Uniti, fino al Brasile, la rivoluzione dei pagamenti digitali sta cambiando profondamente il nostro rapporto con il denaro. Nel Nord Europa, la Svezia, tra i Paesi più avanzati nella digitalizzazione dei pagamenti, sta rivalutando l'importanza del contante, con una riserva minima di denaro fisico per ogni cittadino, necessaria in caso di emergenza. Per approfondire meglio le sfide e le implicazioni di questa transizione, abbiamo intervistato Paolo Bonolis, professore di digital finance e responsabile del Dipartimento di Diritto Bancario

e Finanziario dello Studio Legale e Tributario CMS.

Cosa comporta il passaggio dai contanti ai pagamenti digitali?

La transizione alla moneta digitale è senz'altro positiva. L'Italia, al pari di altri Paesi dell'Europa meridionale, presenta un uso del contante più elevato rispetto ad altri Stati, in particolare del Nord Europa. Le ultime ricerche indicano che nel nostro Paese il contante rappresenta il 61% delle transazioni non online.

Vedo con favore la transizione verso la moneta digitale, in particolare

Paolo Bonolis è socio dello studio internazionale CMS e professore a contratto presso l'Università LUISS Guido Carli e la Luiss Business School, dove insegna fintech, digital finance e business law. Esperto di diritto bancario e dei mercati finanziari, ha una consolidata esperienza come consulente legale e advisor strategico per istituzioni e aziende del settore finanziario. È autore di pubblicazioni in materia di moneta elettronica, finanza decentralizzata e criptovalute. Il suo lavoro si concentra sui rapporti tra finanza, tecnologia e inclusione, con particolare attenzione alla transizione verso una società *cashless* e sostenibile. Le opinioni espresse in questa intervista sono esclusivamente attribuibili all'intervistato e non riflettono necessariamente la posizione delle istituzioni di cui egli fa parte.

l'Euro digitale proposto da Bruxelles, per i numerosi benefici in termini di semplificazione e accesso ai servizi di pagamento. Si pensi alle persone anziane costrette a ritirare la propria pensione in contanti per poi utilizzarla nelle spese quotidiane.

Un ulteriore aspetto riguarda il contrasto al riciclaggio di denaro: la digitalizzazione dei pagamenti rende le transazioni tracciabili, qualora siano in violazione della normativa antiriciclaggio.

Quali rischi pone la moneta digitale, soprattutto per la privacy?

La domanda è pertinente: è in corso una polemica a distanza tra il Presidente Trump e la Commissione Europea. Trump sostiene che l'Euro digitale possa minare la privacy dei cittadini. Si tratta di una critica in parte strumentale, legata al fatto che negli Stati Uniti si punti sulle stablecoin, per ragioni politiche e economiche. La maggior parte delle *stablecoin* è ancorata al dollaro, e gran parte dei fornitori è americana. È evidente che per gli Stati Uniti questa è una battaglia per la leadership monetaria, in un contesto in cui l'avanzata dell'euro mette in discussione il primato del dollaro.

Detto ciò, non ho particolari dubbi sulla solidità del sistema europeo in tema di privacy: la nostra normativa in materia è tra le più rigorose al mondo, e l'Euro digitale sarà progettato nel rispetto di queste garanzie. Inoltre, secondo le più recenti infor-

mazioni, l'introduzione dell'Euro digitale sarà probabilmente accompagnata da un wallet individuale con un limite massimo di 3.000 euro. Questo tetto serve a prevenire fenomeni di *bank run* — crisi improvvise nel sistema del credito — e a garantire una transizione ordinata, senza creare disaffezione verso le banche e i sistemi tradizionali di pagamento. Allo stesso tempo, come detto, la digitalizzazione dei pagamenti rafforzerà il contrasto al riciclaggio.

Cosa ci dicono le differenze tra l'approccio regolato dell'Europa e quello più libero degli USA su crypto e *stablecoin*?

Non intendo esprimere valutazioni di politica monetaria anche se è evidente che certe scelte rispondono a finalità politiche ben precise. Negli Stati Uniti, mi sembra si stia passando da un estremo all'altro tra i due mandati presidenziali, e in generale non sono favorevole agli approcci troppo radicali.

Detto questo, guardo con interesse lo sviluppo di nuove soluzioni. Le *stablecoin* rappresentano un'evoluzione interessante: per definizione, non presentano la volatilità tipica delle altre crypto e hanno certamente un ruolo utile nella finanza decentralizzata. Consentono di operare nell'ecosistema crypto anche in fasi di mercato instabili.

Il nodo centrale resta l'affidabilità dell'emittente. Come tutte le criptovalute, le *stablecoin* non sono garan-

tite da una banca centrale o da uno Stato, e quindi sono esposte al cosiddetto "rischio emittente". Il caso di Terra Luna, circa tre anni fa, è emblematico: si trattava di una stablecoin algoritmica, priva di riserve sufficienti a garanzia, e il sistema è collassato. Anche per prevenire situazioni simili, l'Europa ha adottato con il regolamento MiCA una serie di presidi specifici per le stablecoin. Da questo punto di vista, mi pare evidente che il quadro europeo risulti più strutturato e regolato sotto tutti gli aspetti.

Quale ruolo avranno gli operatori di carte e app di pagamento?**C'è il rischio che vengano esclusi dal mercato?**

Si può affermare che aumentando il numero complessivo delle operazioni digitali, le commissioni potrebbero essere ridotte, ma al contempo i volumi potrebbero crescere esponenzialmente, compensando la riduzione dei margini per gli operatori che oggi si trovano in una posizione di quasi monopolio. In questo senso, la transizione potrebbe rivelarsi favorevole anche per loro.

Va poi considerato che questi grandi player godono già di un vantaggio competitivo rilevante, e si stanno attrezzando per offrire una vasta gamma di servizi non limitati ai soli servizi di pagamento (anche ad esempio servizi di investimento) contribuendo ad incrementare l'"Educazione finanziaria" della popolazione soprattutto tra i più giovani.

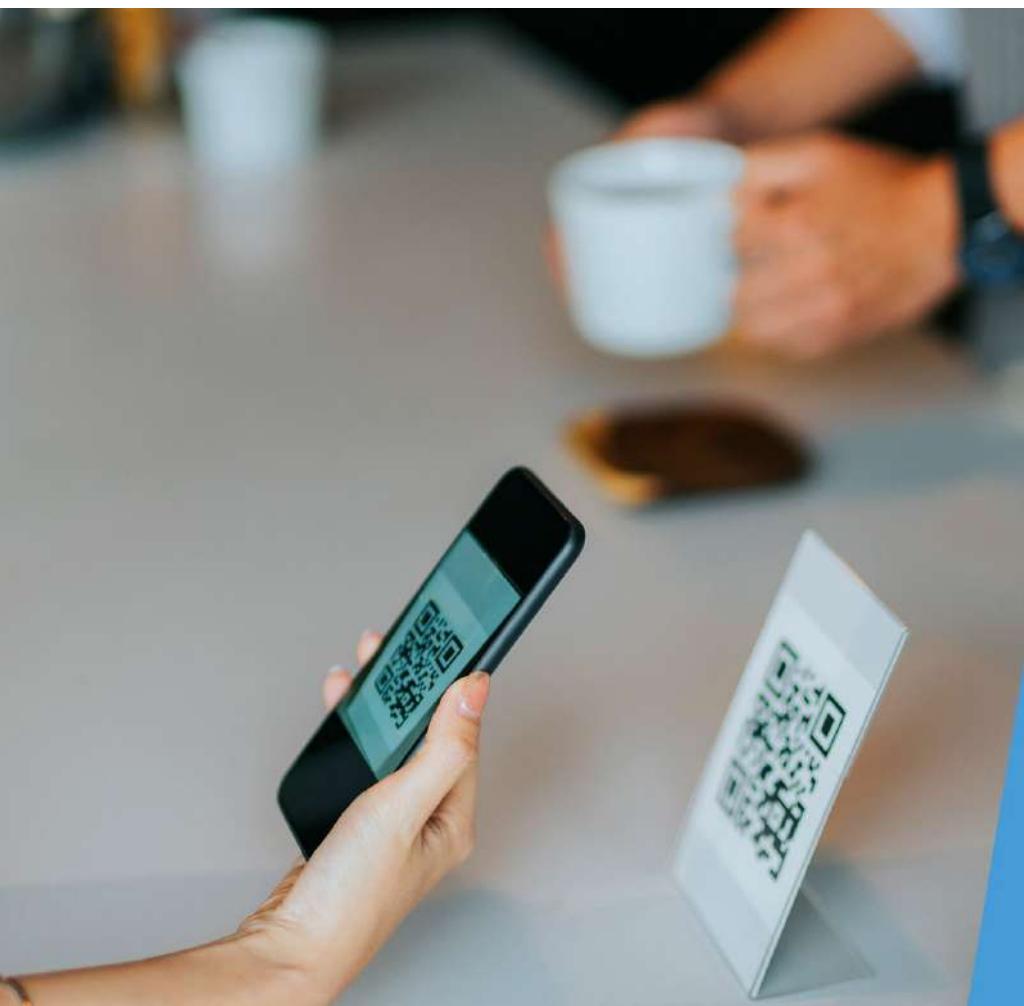
La diffusione di pagamenti digitali crea forme di esclusione sociale?

Questi strumenti nascono intercettando esigenze delle nuove generazioni. Sono servizi e modalità sviluppati in risposta a una domanda concreta da parte dei Millennials. Oggi è il turno della Generazione Z, sempre più vicina agli strumenti e ai concetti della finanza, grazie alla possibilità di avere accesso a ogni tipo di servizio direttamente dai loro dispositivi. Si tratta di un'evoluzione che non solo introduce i giovani al mondo digitale, ma anche all'educazione finanziaria.

È vero che possono emergere parallelamente dei rischi di esclusione per chi ha minori competenze digitali. Tuttavia, va ricordato che l'Euro digitale sarà introdotto in affiancamento al contante: chi vorrà continuare a usare il contante, potrà farlo. Vedo questi nuovi mezzi di pagamento come uno strumento di educazione non solo per i giovani, ma anche per le persone più anziane. Basti pensare a quanto accaduto durante la pandemia da Covid: siamo stati costretti ad adeguarci a modalità digitali scoprendo che esistono soluzioni alternative che non sostituiscono quelle tradizionali, ma le affiancano o rendono più efficienti.

I pagamenti digitali possono favorire l'inclusione finanziaria nei Paesi in via di sviluppo?

Nel mondo ci sono circa 3 miliardi di persone che non hanno accesso ai



servizi bancari, i cosiddetti *unbanked*. Il digitale può giocare un ruolo fondamentale nel favorire l'inclusione finanziaria, offrendo soluzioni semplici, accessibili e scalabili anche in aree dove le infrastrutture bancarie tradizionali sono assenti o carenti. Esperienze come M-Pesa in Kenya dimostrano che questo tipo di innovazione può funzionare con successo.

Ci stiamo avvicinando a una società senza contante?

Credo che il processo sarà più lungo di quanto si immagini. È vero che nel digitale i cambiamenti avvengono più rapidamente rispetto al passato, e ogni nuova tecnologia tende a diffondersi con grande velocità — quindi potrei essere smentito.

Tuttavia, dieci anni mi sembrano un orizzonte breve per ipotizzare la scomparsa totale del contante. È realistico pensare a una lunga fase di coesistenza tra i due sistemi. Non vorrei fare paragoni forzati, ma penso alla transizione dalle valute nazionali all'euro: in Francia, per anni, i prezzi venivano indicati sia in franchi che in euro. Va poi considerato il fattore demografico: l'età media della popolazione europea è elevata, e questo porterà probabilmente a una transizione più lenta rispetto a quella che vediamo oggi nei Paesi emergenti, come quelli dell'Africa subsahariana o in Asia.

A proposito di scenari internazionali, possiamo citare l'esperimento di El Salvador, il primo Paese ad aver adottato il Bitcoin come valuta nazionale, salvo poi fare un passo indietro. È evidente che, con un livello di volatilità così alto, risulta difficile gestire in modo efficace una politica monetaria. Sul lungo termine, ritengo comunque che l'esperimento delle valute digitali e delle crypto sarà vincente: digitalizzare i pagamenti è possibile, migliorando il servizio e alleggerendo il peso economico per gli utenti finali.

Bitcoin, Blockchain e il futuro che (forse) è qui

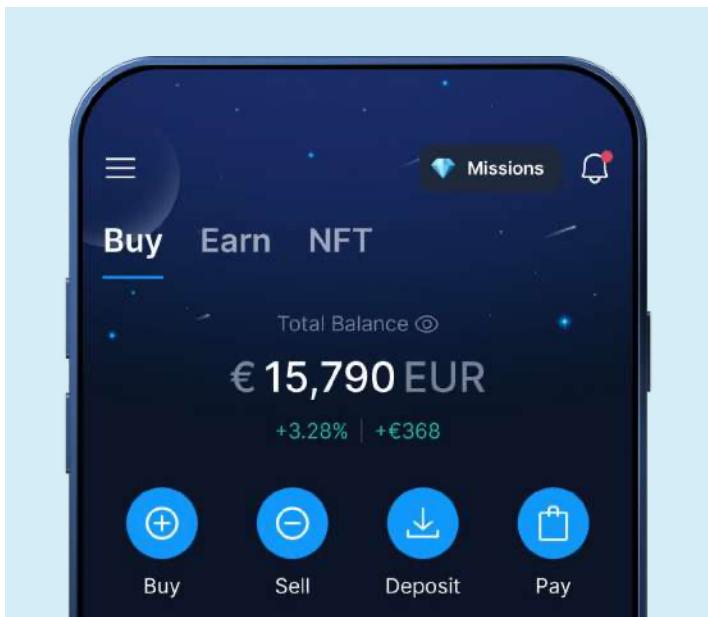
di Massimo Bernaschi

Bitcoin e la Blockchain, che potremmo abbreviare in BB, sono un po' come l'Intelligenza Artificiale (IA) ed il Quantum Computing (QC). Sono considerate tecnologie rivoluzionarie e in grado di cambiare per sempre il nostro futuro, ma poche persone sanno distinguere le vere novità (che ci sono in tutti e tre i casi) dalle "magnifiche sorti e progressive" di leopardiana memoria.

Bitcoin è una cripto-moneta. Contrariamente a quello che molti credono, non è la prima moneta di questo tipo. Fin dal 1982 erano state

poste le basi per definire il concetto di cash digitale da David Chaum nell'articolo *Blind signatures for untraceable payments*.

Come qualunque altra moneta, Bitcoin deve essere accettata come mezzo di scambio; essere riconosciuta come una misura di valore; mantenere il proprio valore nel tempo. È abbastanza facile convincersi che le monete tradizionali (dollaro, euro, sterlina, etc.) soddisfano questi requisiti, a meno della (si spera lenta) perdita di valore dovuta all'inflazione. Al momento, Bitcoin è utilizzato in parte come mezzo



di scambio (soprattutto nel Dark Web), ma soprattutto come bene rifugio e come forma alternativa di investimento (le due possibilità non sono mutuamente esclusive, basta pensare all'oro).

Bitcoin è completamente decentralizzata e, a differenza delle monete tradizionali, non dipende dalla fiducia in una particolare "istituzione" (per le valute tradizionali la fiducia è obbligatoriamente riposta nelle banche centrali). Alla base del funzionamento di Bitcoin vi è un insieme di regole (un "protocollo") implementato utilizzando software *open source*. Il software è continuamente in esecuzione su una rete *peer-to-peer* (non ci sono sistemi più importanti di altri) che ha circa 20.000 nodi sparsi in tutto il mon-

do ed utilizza Internet per scambiare messaggi. Per completare una transazione in bitcoin è sufficiente che il mittente conosca l'indirizzo Bitcoin (chiave pubblica) del destinatario. La proprietà di Bitcoin è garantita invece dalla chiave privata contenuta, in genere, in un portafoglio digitale protetto da una password. Le chiavi pubblica e privata di ogni partecipante sono legate tra loro da relazioni matematiche, in maniera simile a quello che avviene per la firma digitale.

Il protocollo Bitcoin determina in maniera molto precisa la politica monetaria. In particolare, il numero massimo di bitcoin che verrà creato è stato definito fin dal gennaio 2009 (quando è stato creato il primo) ed è uguale a 21 milioni. I nuovi bitcoin¹ sono creati come premio per chi collabora al controllo delle transazioni. È una procedura estremamente competitiva: chiunque può controllare la validità delle transazioni, ma il premio è solo per il partecipante che, oltre a controllare le transazioni, riesce a risolvere per primo una sfida crittografica. Non si tratta di una gara di abilità, ma piuttosto di una prova di forza: vince chi può utilizzare maggiore potenza di calcolo. Il meccanismo (detto *proof of work*) funziona perché un partecipante che volesse far accettare una transazione "maliziosa" dovrebbe risolvere la sfida prima degli altri ma la probabilità per un *miner* (nomignolo con

¹ Per convenzione con Bitcoin si indica il protocollo e con bitcoin le singole unità della moneta.

cui sono chiamati i partecipanti al processo di validazione) di vincere la sfida è (circa) uguale alla percentuale che ha di tutta la potenza di calcolo coinvolta nel processo di validazione. Fino a quando i partecipanti onesti hanno più potenza di calcolo aggregata, è praticamente impossibile che un partecipante scorretto riesca nel suo intento. C'è però un non trascurabile effetto collaterale, il consumo annuale di energia elettrica per risolvere la sfida ha raggiunto livelli impressionanti: circa 175 Terawatt/h (più della metà del consumo totale di energia elettrica in Italia). La maggior parte dei *miner* rivende i bitcoin ricevuti come premio. In questo modo il circuito si amplia includendo anche i *crypto exchange* che funzionano come dei cambiavaluta: si possono comprare o vendere bitcoin (ed altre criptovalute) pagando o ricevendo euro, dollaro, sterlina, etc. I *crypto exchange* offrono servizi aggiuntivi, come la custodia del portafoglio digitale, rivolti soprattutto agli utenti poco familiari con la tecnologia.

Il successo di Bitcoin dipende dal raggiungimento del consenso su tre aspetti:

1. Consenso sulle regole: i partecipanti concordano sui criteri che determinano quali transazioni sono valide. Un tipico problema sociale. Per una valuta tradizionale, le regole sono il risultato del lungo processo che ha porta-

to a definire le monete a corso legale. Per queste, il riconoscimento come mezzo di pagamento è garantito da apposite leggi.

2. Consenso sullo stato: i partecipanti concordano su chi è il proprietario di ogni bitcoin in qualsiasi momento. Un tipico problema tecnologico.
3. Consenso sul valore: i partecipanti concordano nell'accettare i bitcoin come forma di pagamento. Un problema comune a tutte le monete. Ricordiamo a questo proposito che anche le monete tradizionali non sono più coperte da riserve auree (o altri di "beni materiali"), e sono quindi prive di valore intrinseco.

Una delle tecnologie che rende possibile raggiungere il consenso sullo stato, senza dover ricorrere ad un'autorità centrale, è la *blockchain* che può essere definita come il "libro mastro" di Bitcoin.

Ognuno dei circa 20000 nodi menzionati in precedenza ha una copia dell'intero libro mastro delle transazioni a partire dalla prima avvenuta nel gennaio del 2009. La blockchain non è cifrata e può essere acceduta ed analizzata da chiunque. È un registro molto particolare in cui si può scrivere solo alla fine. I contenuti non possono essere modificati, o meglio qualsiasi modifica accidentale o intenzionale dei contenuti viene immediatamente rilevata, sfruttando algoritmi e procedure che vengono

² Un hash crittografico trasforma un input digitale di qualsiasi dimensione in un output di dimensione fissa, garantendo proprietà come la resistenza alle collisioni. In parole semplici: input diversi producono output diversi.

Massimo Bernaschi è Professore di Blockchain and Cryptocurrencies all'Università LUISS di Roma e rappresenta l'Italia come delegato governativo presso l'Agenzia Europea della Difesa per il CapTech Communication, Information System and Networks. Laureato in Fisica nel 1987 sotto la guida di Giorgio Parisi, ha partecipato allo sviluppo del computer APE dell'INFN. Ha lavorato per dieci anni allo European Center for Scientific and Engineering Computing di IBM, dove ha ricevuto due Outstanding Technical Achievement Awards. Durante l'emergenza COVID-19 ha fatto parte della task force del Ministero per l'Innovazione, contribuendo alla gestione dei dati. Attualmente è Dirigente Tecnologo presso l'Istituto per le Applicazioni del Calcolo del CNR, Vicepresidente del Consortium GARR e fa parte del Consiglio Tecnico-Scientifico degli esperti del Ministero dell'Economia e Finanze.

dal mondo della crittografia (in particolare il concetto di *hash*²). Le transazioni sono registrate in blocchi. Ogni blocco contiene qualche migliaio di transazioni. Un nuovo blocco viene aggiunto alla blockchain ogni (circa) 10 minuti, cioè 600 secondi. Se si mettono insieme i due dati (numero di transazioni in un blocco e tempo richiesto per l'aggiunta di un blocco) si vede che il numero di transazioni per secondo è nettamente inferiore a 100. In confronto, su un circuito di pagamento tradizionale, possono essere complete decine di migliaia di transazioni al secondo. Da questo punto di vista, Bitcoin e la Blockchain non risultano certo efficienti.

Nonostante l'elevato consumo di energia elettrica e la relativa lentezza, i meccanismi alla base del funzionamento di Bitcoin e della Blockchain possono essere messi all'opera per rispondere ad alcune delle sfide della moderna finanza e dell'economia digitale. Una delle prime possibilità che viene in mente è che la blockchain può ridurre il costo delle transazioni perché non richiede la presenza di intermediari. Non c'è una terza parte tra i due soggetti (siano persone o organizzazioni, non fa differenza) che entrano nella transazione. Nessuno può assumere una posizione di controllo nell'erogazione del servizio, tale da imporre costi ben più elevati di quelli effettivamente sostenuti, come

avviene con i sistemi di pagamento tradizionali. La blockchain potrebbe risultare poi molto utile nelle aree dove il sistema bancario e finanziario è meno sviluppato o potenzialmente instabile, ma dove invece Internet arriva ormai senza particolari difficoltà. Gran parte dell'Africa, ma non solo, si trova in queste condizioni. Uno sguardo a vari indici di adozione ed utilizzo di criptovalute³ mostra, non a caso, che le prime posizioni sono occupate da Paesi come India, Nigeria, Ucraina.

La blockchain usata da Bitcoin è pubblica ed aperta a chiunque, ma sono possibili anche altri tipi di blockchain, in cui l'accesso è ristretto e soggetto ad autorizzazione. Ad esempio, blockchain per registrare le transazioni che avvengono tra gli attori di una supply-chain o per offrire servizi, tipo micro assicurazioni, i cui costi non sarebbero sostenibili con sistemi tradizionali. Ci sono varie iniziative che portano avanti lo sviluppo di protocolli e software *open source* a questo scopo. Ad esempio il progetto LFDecentralizedTrust include tra i suoi sostenitori sia fornitori di tecnologie (IBM, Oracle) sia operatori finanziari pubblici e privati (Bank of England, American Express) a dimostrazione dell'interesse per soluzioni decentralizzate. Il concetto di transazione può essere poi esteso fino ad includere quello molto più generale di contratto, arrivando ad offrire quelli che sono

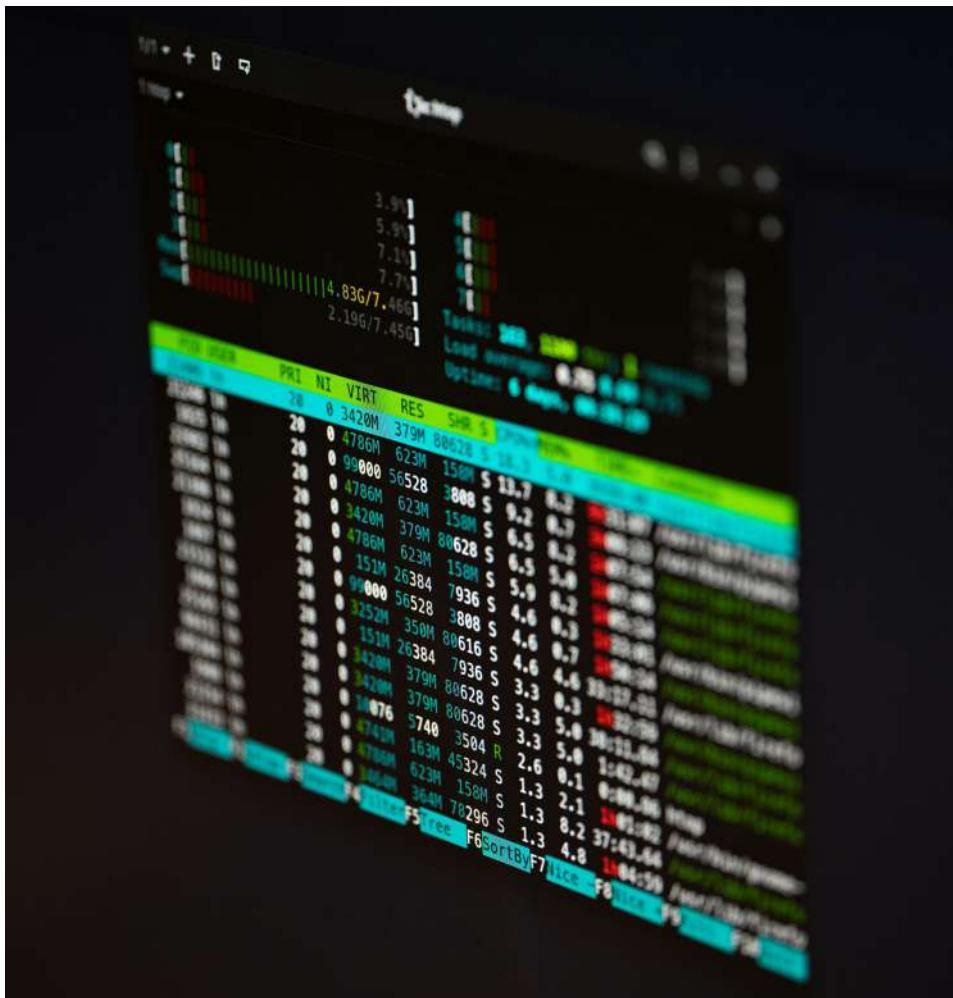
³ es. The 2024 Global Adoption Index: Central & Southern Asia and Oceania (CSAO) Region Leads the World in Terms of Global Cryptocurrency Adoption.

definiti *smart contract*. Uno smart contract è nativamente digitale (non è la scansione di un contratto tradizionale stampato e poi firmato!). Include, come i contratti tradizionali, clausole e condizioni ma si attiva automaticamente, dopo essere stato caricato su una blockchain, senza richiedere nessun intervento o controllo da parte di altre entità. La piattaforma più utilizzata in questo ambito è Ethereum che ha tra i suoi principali scopi quello di realizzare la *Decentralized Finance* (DeFi), una definizione omnicomprensiva per prodotti e servizi finanziari accessibili a chiunque abbia una connessione a Internet.

Con la DeFi, i mercati sono sempre aperti e non esistono autorità centrali che possono bloccare i pagamenti, o negare l'accesso a qualcosa. I servizi dovrebbero anche essere più sicuri dato che sono controllati da codice ispezionabile ed esaminabile da chiunque (va detto che nella pratica comprendere cosa facciano effettivamente software come quelli che controllano Bitcoin o Ethereum non è alla portata proprio di tutti). Un esempio di smart contract sono gli *Non Fungible Token* (NFT) che possono essere utilizzati per definire la proprietà dell'originale di un'opera digitale che, per sua natura, può essere facilmente copiata.

Un altro settore dove la blockchain potrebbe essere utilizzata è quello della gestione dell'identità digitale che

soffre attualmente di molti problemi legati ai furti di identità e alla difficoltà di gestione di molteplici account da parte degli utenti. Le caratteristiche di decentralizzazione, sicurezza e trasparenza della blockchain possono essere utilizzate per aumentare il controllo che hanno gli utenti sulle loro *Personal Identifiable Information* (PII), sebbene nessuna PII verrebbe salvata direttamente nella blockchain.





Prima di concludere, torniamo brevemente sull'uso di Bitcoin come forma di investimento. Per venire incontro alle esigenze di chi vuole esplorare il mondo delle criptovalute senza acquistare direttamente bitcoin, sono stati resi disponibili negli Stati Uniti degli *Exchange Traded Funds* (ETF) basati su bitcoin. Come altri ETF, si tratta di fondi quotati in borsa, facilmente acquistabili e vendibili che non presentano costi o difficoltà tecniche favorendo quindi l'eventuale mantenimento di una posizione di lungo periodo. A causa della diversa legislazione, in Europa non sono disponibili direttamente degli ETF su criptovalute. L'Europa, nello specifico la Banca Centrale Europea, ha invece spinto molto per arrivare ad offrire al mercato l'Euro Digitale che non rappresenta una

forma di investimento ma piuttosto la valuta digitale della banca centrale, un equivalente elettronico del contante. Dovrebbe affiancare banconote e monete, offrendo alle persone una scelta alternativa su come pagare senza far ricorso a sistemi che impongono costi aggiuntivi o sono comunque sotto il controllo di società private che hanno sede principale in Paesi fuori dall'area Euro. Lo stato di avanzamento di questa iniziativa si può seguire sul sito della BCE.

Le potenzialità della blockchain e delle criptovalute sono quindi molte ma, a dire il vero, nessuna si è ancora realizzata appieno e la sola vera *success story* rimane al momento proprio Bitcoin. Come accaduto nel passato con altre tecnologie, il tempo richiesto per un'adozione diffusa non è prevedibile perché troppi sono i fattori (anche esterni, si pensi alle attuali turbolenze geopolitiche) che entrano in gioco. Questo non significa rinunciare a comprendere e cercare di sfruttare le nuove possibilità. È necessario continuare a studiare e sperimentare per essere più pronti quando effettivamente la tecnologia prenderà piede. Non dimentichiamo che le carte di credito hanno impiegato ben più di 20 anni ad essere accettate nel mondo.

Sogno (e rischio) di una finanza decentralizzata

di Luca Fantacci

Le *stablecoin* portano l'innovazione al cuore stesso della finanza: nel sistema monetario. Si tratta, infatti, di una forma di moneta digitale privata, sostenuta con slancio dalla nuova amministrazione Trump. Sulla carta, l'obiettivo è nobile: disintermediare, ossia sottrarre il denaro elettronico al controllo oligopolistico delle grandi banche e dei circuiti di carte di credito, per consentire a ciascun utente di detenerlo e scambiarlo autonomamente, alla stregua di un "contante digitale". In nome della libertà, della riservatezza, dell'inclusione, dell'equità... Ma con il ri-

schio concreto di eliminare, assieme a tutti gli intermediari, la moneta stessa in quanto mezzo e misura degli scambi, di piegare l'autorità pubblica al potere privato, di amplificare gli squilibri e l'instabilità.

Ma proviamo a riprendere dall'inizio il filo che porta oggi all'esplosione delle *stablecoin*, per capire meglio di che cosa si tratti.

Il sogno di una finanza decentralizzata nasce nel 2008, non per caso, nel bel mezzo della crisi finanziaria globale (*rectius americana*). La crisi mette a nudo non solo la fragilità,

ma le intrinseche contraddizioni di un sistema in cui le autorità pubbliche (governi e banche centrali) sono costrette a intervenire per salvare soggetti privati (le banche) poiché svolgono un servizio pubblico essenziale (la gestione del sistema dei pagamenti). In aperta polemica con un sistema considerato instabile e inefficiente, che privatizza i profitti e collettivizza le perdite, viene concepito «un sistema di contante elettronico *peer-to-peer*».

È questo il titolo del *white paper*, pubblicato l'anno stesso del fallimento Lehman, che costituisce l'atto di nascita della prima delle criptovalute: bitcoin. La sottostante tecnologia a registri distribuiti (*Distributed Ledger Technologies*, DLT), sostituendo i registri centralizzati delle banche, è concepita per consentire non soltan-

to di trasferire e custodire, ma persino di creare valore senza alcun intermediario. L'idea è di disintermediare non solo il sistema bancario privato, nella sua funzione di gestione del sistema dei pagamenti, ma addirittura la banca centrale, nella sua prerogativa di creazione monetaria.

Il progetto, scritto a chiare lettere nella carta fondativa delle criptovalute, è di sostituire l'autorità monetaria con un algoritmo, la sovranità con la tecnica, la fiducia con il calcolo. Di fronte al dilagare delle politiche monetarie espansive, dei piani di salvataggio, del *quantitative easing*, correttamente anticipando l'ondata inflattiva che tutto ciò avrebbe provocato, Satoshi Nakamoto (chiunque fosse l'estensore del white paper che si nascondeva dietro questo



nome) pensò che il rimedio stesse nel creare una moneta artificialmente scarsa, un “oro digitale”. Invece, come la storia del gold standard avrebbe potuto insegnare, ne risultò una moneta estremamente instabile e intrinsecamente deflattiva. Fu allora che, per ovviare alla volatilità intrinseca delle criptovalute di prima generazione e alla loro conseguente inadeguatezza a fungere da moneta, nacque l’idea di una *stablecoin*: una moneta digitale su registro distribuito, ma ancorata saldamente al valore di una valuta legale.

Un aspetto merita di essere chiarito: come bitcoin, anche le *stablecoin* sono “al portatore”, ossia consentono, alla stregua del contante, di essere conservate e spese in maniera anonima; al contrario di bitcoin, tuttavia, le *stablecoin* hanno un emittente che s’impegna a convertirle alla pari in moneta legale proprio al fine di assicurarne la stabilità. (I tentativi di creare *stablecoin* algoritmiche, dotate di meccanismi di stabilizzazione automatici, sono miseramente falliti con il default di terra-luna nel 2022). Dunque, se anche continuano a consentire pagamenti senza intermediari, le *stablecoin*, a differenza di bitcoin, tornano a fare affidamento a un’entità centrale per la loro creazione, conversione e stabilizzazione. In questo modo, al pari delle valute tradizionali, la loro accettazione finisce per dipendere dalla affidabilità dell’emittente.



I candidati ideali all’emissione di *stablecoin* sono i social network e, in generale, le aziende dotate di un’ampia base di utenti presso cui far circolare la loro moneta. Non a caso, la prima a essere tentata dall’idea fu Meta, la casa madre di Facebook, che lanciò nel 2019 il progetto Libra, destinata a essere il whatsapp della moneta. Fu subito dissuasa dalle banche centrali per gli effetti dirompenti che avrebbe prodotto sull’intero sistema monetario e finanziario globale, poiché era concepita come una moneta internazionale alternativa al dollaro, ancorata a un paniere

Luca Fantacci è docente di Economia Politica e di Storia Economica all'Università degli Studi di Milano e insegna Storia Finanziaria e Storia del Pensiero Economico all'Università Bocconi di Milano. Si occupa dell'evoluzione delle teorie e dei sistemi monetari e finanziari. È co-autore, con Massimo Amato, di *The End of Finance* (Polity Pr, 2011), *Saving the Market from Capitalism* (Polity, 2014) e *A Fistful of Bitcoin* (Bocconi University Press, 2020). Ha scritto *La moneta. Storia di un'istituzione mancata* (Marsilio, 2005) e, assieme a Antonio Nicaso, Greta Nasi e Walter Rauti, *The Darkweb Side of Mafias. Appalti, crypto e cybercrime. Le mafie adesso, più invisibili e potenti* (Zolfo, 2024).

di valute. Tuttavia, le *stablecoin* hanno finito per farsi strada ugualmente, ma in una forma destinata non a scalzare, bensì a rafforzare l'egemonia monetaria USA. La quasi totalità delle *stablecoin* oggi esistenti sono ancorate unicamente a una sola moneta: il dollaro. Le due principali, Tether e USDC, hanno raggiunto in pochi anni una massa circolante di oltre 200 miliardi di dollari. Nel contempo, hanno gradualmente ampliato il campo dei possibili utilizzi: da base per investimenti in *crypto* (e per traffici illegali) a mezzo di pagamento che varca le frontiere (per commercio elettronico e rimesse dei migranti).

Gli emittenti si adoperano attivamente per promuoverne l'utilizzo in tutto il mondo, come nuovo veicolo di egemonia monetaria – e come modo surrettizio per finanziare il debito pubblico americano, giacché il loro valore è in larga parte garantito da riserve in titoli di stato USA. Si stima che oggi Tether ne sia uno dei principali detentori al mondo, giacché le sue riserve in *t-bills* superano quelle di molte banche centrali, come la Banca d'Italia o la Bundesbank.

Alla luce di ciò, non sorprende che le *stablecoin* siano promosse con tanto fervore dall'America di Trump (prima con l'Ordine Esecutivo varato dal presidente il 23 gennaio, a pochi giorni dall'insediamento e ora con il Genius Act, recentemente approvato al Senato). La posta in gioco, ben più che la disintermediazione o i guada-

gni lucrativi dal Presidente attraverso l'emissione di una sua *stablecoin*, è il mantenimento dell'egemonia monetaria americana attraverso la promozione dell'uso internazionale del dollaro come mezzo di pagamento al dettaglio, in un momento in cui cala la sua domanda come strumento di riserva per effetto dell'inaffidabilità degli Stati Uniti nel rispetto del diritto internazionale.

Il rischio concreto è di una dollarizzazione strisciante, che si potrebbe diffondere anche nei Paesi avanzati, attraverso *stablecoin* emesse dai colossi digitali. Amazon sta lavorando a una propria *stablecoin*. Paypal l'ha già emessa. Opportunamente, l'Europa ha messo in campo contromisure, con l'adozione delle norme stringenti previste dal regolamento *Markets in Crypto Assets* (MiCA) varato a fine 2024 e con il lancio del progetto dell'euro digitale.

In generale, l'emissione di monete digitali di banca centrale, e lo sviluppo di accordi e piattaforme internazionali che ne agevolino lo scambio, sono misure indispensabili, se non si vuole una disintermediazione radicale dell'intero sistema monetario che porterebbe verso un regime basato unicamente sui rapporti di forza che, oltre a essere il più violento e ingiusto, è anche il più fragile.

Il costo della transizione



Money Pink Floyd

Money, get away
Get a good job with more pay and you're okay
Money, it's a gas
Grab that cash with both hands and make a stash
New car, caviar, four star daydream
Think I'll buy me a football team
Money, get back
I'm alright, Jack, keep your hands off of my stack
Money, it's a hit
Don't give me that do-goody-good bullshit
I'm in the high-fidelity first class traveling set
And I think I need a lear jet
Money, it's a crime
Share it fairly, but don't take a slice of my pie
Money, so it's said
It's the root of all evil today
But if you ask for a rise
It's no surprise that they're giving none away

Ecco chi guida davvero la finanza sostenibile

di Marco Migliorelli¹

Secondo la Commissione europea saranno necessari investimenti pubblici e privati per oltre 477 miliardi di euro all'anno fino al 2030 per raggiungere gli obiettivi climatici ed energetici intermedi dell'Unione. Tale cifra, da destinare ad azioni di attenuazione "del" e "al" cambiamento climatico, crescerebbe esponenzialmente a livello globale se si considera che l'Unione europea è ad oggi responsabile solo del 9% circa delle emissioni di gas a effetto serra. Contro, per esempio, il 30% circa della Cina. Il gap finanziario globale legato alla lotta al cambiamento cli-

matico risulterebbe quindi nell'ordine di alcuni trilioni di euro l'anno. Che la mobilizzazione della finanza fosse una delle chiavi per la transizione ecologica e sostenibile era già emerso nel 2015 subito dopo la conclusione della COP21 (Accordo di Parigi sul clima) e la parallela adozione dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite con i suoi 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile. Mentre è sempre meno realistico – purtroppo – immaginare oggi di limitare il riscaldamento globale entro gli auspicati +1.5°C rispetto alla situazione preindustriale, e forse persino entro

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono personali e non riflettono necessariamente quelle della Commissione europea.

i +2°C del limite massimo dell'Accordo di Parigi, il faro sull'urgenza di investimenti si è acceso da tempo. In questo senso, l'energia è un settore chiave, in quanto responsabile della maggioranza delle emissioni di gas a effetto serra. Rinnovabili, elettrificazione, mobilità verde, idrogeno, cleantech, rinforzo della rete e delle sue interconnessioni, sono tra le aree di investimento prioritarie.

La finanza sostenibile (che sarebbe meglio chiamare finanza per la sostenibilità, per mettere in chiaro qual è il fine – la sostenibilità – e quel è il mezzo – la finanza) è in realtà un concetto che preesiste alla recente e significativa accelerazione nel movimento politico e societario sviluppatisi attorno al cambiamento climatico e ai suoi effetti deleteri sulle società globali. Nelle sue prime varianti risalenti agli inizi degli anni 2000, si limitava a quelle operazioni di investimento in cui erano incluse considerazioni ambientali, sociali o di governance (da cui l'acronimo inglese ESG – *Environment, Social, Governance*). Da allora la finanza sostenibile si è evoluta in maniera significativa, anche grazie alla partecipazione attiva di tutti gli attori del sistema finanziario (prima le banche multilaterali di sviluppo – la prima obbligazione verde è stata emessa dalla Banca Europea degli Investimenti nel 2007 – poi i governi, le banche private, i fondi di investimento ed i fondi pensione, le grandi

multinazionali), e rappresenta oggi un insieme ramificato di strumenti, regole e mercati.

La finanza sostenibile si sta però articolando con razionali diversi nelle principali giurisdizioni globali.

L'Unione europea sta costruendo il sistema più ampio e completo, anche per quanto riguarda la protezione dei piccoli investitori, all'interno del suo pacchetto *Fit for 55* che dà applicazione alla visione strategica sul cambiamento climatico, ossia il Green Deal europeo. Una tassonomia delle attività meritorie (verdi o sociali), una regolamentazione per le obbligazioni verdi e una per i rating ESG, obblighi di trasparenza e rendicontazione per le aziende, una piattaforma dedicata alla finanza sostenibile, sono tutti elementi di un unico disegno integrato (e che forse necessita ora anche di qualche grado di semplificazione). Allo stesso tempo, altre giurisdizioni, in particolare gli Stati Uniti, hanno adottato un approccio basato sulla pratica di mercato ed uno sviluppo endogeno degli standard operativi, con minimo intervento regolamentare.

La Cina, attore globale imprescindibile, si colloca a metà tra questi due approcci.

Ad oggi è probabilmente troppo presto per trarre delle conclusioni univoche per quanto riguarda il ruolo della finanza sostenibile. Ma alcune linee di analisi prioritarie possono essere tracciate.



Il pericolo di *greenwashing*

Una malattia dalla quale la finanza sostenibile non è stata ancora contagiata è la speculazione. Questo è dovuto in particolare al fatto che le più grandi emissioni di strumenti finanziari verdi, in particolare obbligazioni, sono state originate dal-

le grandi banche multilaterali di sviluppo, seguite poi da governi e grandi aziende multinazionali. Ma il pericolo di *greenwashing*, ossia che strumenti finanziari pubblicizzati come verdi o sostenibili, in particolare fondi d'investimento, in realtà non lo siano completamente, esiste.

Marco Migliorelli è un funzionario della Commissione europea. È esperto in finanza sostenibile e ha pubblicato, tra gli altri, i libri *The Rise of Green Finance in Europe* (Springer, 2019) e *Sustainability and Financial Risks* (Palgrave Macmillan, 2020). Ha collaborato con l'Università di Roma Tor Vergata e l'Università di Parigi-1 Panthéon-Sorbonne. Attualmente si occupa di cooperazione allo sviluppo per i Paesi del Mediterraneo.

I veri rischi per il sistema finanziario e la transizione ecologica legati al greenwashing, compreso in termini di fiducia degli investitori, non sono probabilmente ancora del tutto apparenti ad oggi.

Funziona veramente?

La teoria neoliberista, che ha informato in maniera decisiva le politiche economiche occidentali dal secondo dopoguerra in poi, prevede la creazione di mercati "efficienti" e la possibilità degli attori di mercato di decidere liberamente. In questo contesto, la finanza sostenibile dovrà dimostrare di possedere due caratteristiche essenziali: creare addizionalità (ovvero finanziare progetti che altrimenti non sarebbero potuti essere finanziati tramite la finanza tradizionale, o almeno ridurne il costo) ed avere un impatto reale (ossia produrre risultati concreti per migliorare la vita delle persone). La letteratura e la ricerca scientifica devono ancora dare risposte univoche, anche se dei segnali incoraggianti emergono. Tra questi, per esempio, la possibile presenza di un premio di costo per le obbligazioni che finanzianno progetti legati all'ambiente (il *green bond premium*), o l'incremento continuo delle emissioni obbligaziarie verdi a livello globale. Ma se il mercato da solo non bastasse, sarà dovere del potere pubblico identificare metodi e strumenti di finanza sostenibile ulteriori capaci di supportare quelli già esistenti.

L'intermittenza politica (*Drill, baby, drill!*)

Come detto, la finanza sostenibile è di per sé uno strumento e non un fine. L'idea di fondo è quella di veicolare flussi finanziari verso attività che aiutino la transizione energetica e climatica, e la sostenibilità più in generale. Il suo successo nei prossimi anni dipenderà anche, e forse soprattutto, dal livello di impegno politico su questi temi dei principali Paesi, sia industrializzati che in via di sviluppo.

Se attori chiave (Stati Uniti, Cina, India, Giappone) dovessero adottare politiche non in linea con l'Accordo di Parigi e l'Agenda 2030 (il *Drill, baby, drill!* del presidente americano Trump suona come un chiaro presagio), l'adozione della finanza sostenibile sarebbe nel migliore dei casi ritardata, o nel peggiore, il suo potenziale sarebbe fortemente limitato. Considerazioni geopolitiche legate a dipendenze tecnologiche, sicurezza energetica e controllo delle catene del valore avranno effetti significativi nelle scelte di investimento nei prossimi decenni, e quindi di riflesso sul ruolo effettivo della finanza sostenibile nel panorama finanziario globale.

La nuova strategia economico-energetica degli Usa

Intervista a **Marco Margheri** a cura di **Andrea Vallone**

Gli Stati Uniti hanno impresso una decisa accelerazione alla transizione energetica, tornando a fare della politica industriale il fulcro della loro strategia. Questa svolta – il cui motore è stato dapprima l'*Inflation Reduction Act* (IRA), un colossale pacchetto di sussidi per l'innovazione energetica, e poi il *One Big Beautiful Bill* voluto dal Presidente Trump – si basa su un modello che privilegia mercato e innovazione, e che sta ri-definendo le dinamiche globali ponendo nuove domande all'Europa e al resto del mondo. Per comprendere meglio questo scenario e le sue

implicazioni, abbiamo intervistato Marco Margheri, Presidente della sezione italiana del WEC – World Energy Council e in USA come Head of US Relations per Eni. In autunno, WEC Italia e WEC Usa organizzeranno la terza edizione del dialogo bilaterale sull'Energia.

Quali segnali arrivano dagli Stati Uniti sulle politiche per l'innovazione, dopo l'*Inflation Reduction Act* e il *One Big Beautiful Bill*?

Negli ultimi anni, la politica industriale è tornata ad essere la spina dorsale della visione economica de-

Marco Margheri è Presidente della sezione italiana di WEC – World Energy Council, che riunisce istituzioni, accademia, associazioni e aziende attorno ai principali temi del dibattito energetico. Oggi negli USA è Head of US Relations per Eni. Nel settore energetico, ha a lungo lavorato in Edison e precedentemente in GE Oil&Gas. È componente del Consiglio di Amministrazione dell'Atlantic Council, professore a contratto presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma, e Membro Onorario della Fondazione Milano per La Scala.

gli Stati Uniti, sia con l'amministrazione Trump sia con quella Biden, pur con modalità diverse. L'IRA targata Biden ha mirato a trasformare la struttura produttiva americana verso gli obiettivi derivanti dalle politiche sul clima, utilizzando la politica industriale per guidare la trasformazione dei modelli di business e delle filiere di investimento.

L'elemento più interessante è stato l'approccio, molto diverso da quello europeo: una notevole apertura a tutte le soluzioni energetiche, *all of the above*. A differenza del modello tassonomico europeo, l'IRA ha favorito la competizione tra tecnologie sul mercato, stanziando ingenti risorse non solo per le rinnovabili ma anche per la riduzione delle emissioni nelle filiere tradizionali, per la decarbonizzazione dei settori *hard-to-abate* e per sviluppare tecnologie di frontiera. Questo ha prodotto due effetti: una forte catalizzazione degli investimenti e un momento di frizione con l'Europa, che ha contestato previsioni tecniche su filiere come automotive, batterie e persino solare e idrogeno. Proprio sull'idrogeno, l'Europa si è scoperta meno attrezzata a rendere vitale una filiera su cui aveva investito per anni.

La nuova amministrazione punta invece a usare la politica industriale per ricostruire il tessuto manifatturiero eroso da decenni di delocalizzazione, definendo tuttavia nuove priorità riflesse nel *One Big Beautiful Bill*. La sfida centrale è quella del

nuovo salto tecnologico su cui gli USA vogliono vincere la corsa con la Cina: lo sviluppo dell'AI e della catena energetica legata ai Data Center, che stanno generando un'enorme crescita dell'offerta di energia *base load*. L'urgenza sta attrarrendo investimenti straordinari, confermando la logica di fondo: usare l'azione pubblica e la politica industriale come leva, lasciando che siano poi gli investitori a scegliere e sviluppare progetti e business model.

Come si bilanciano negli Stati Uniti gli stimoli pubblici e l'iniziativa privata nella transizione energetica?

L'approccio statunitense si basa sulla sperimentazione e sull'innovazione e nel corso degli anni si è distinto sempre più da quello europeo. Mentre l'Europa ha privilegiato stabilità regolatoria e principio di precauzione, costruendo anche le politiche climatiche ed energetiche con un approccio *top-down*, gli Stati Uniti hanno incentivato l'offerta con strumenti di mercato e capitali privati. Nessuna amministrazione ha veramente agito per regolare e condizionare il lato della domanda. Il risultato è un ecosistema flessibile e rapido, sempre alla ricerca di opportunità di breve, medio e lungo termine. In un'America accusata dall'Europa di "corto-termismo", l'ecosistema finanziario privato sta sostenendo con una crescita esponenziale un settore industriale interamente da costruire come l'energia

da fusione, che in cinque anni ha raggiunto i 10 miliardi di dollari di capitalizzazione privata. In termini di risultati, l'Europa ha ridotto le emissioni complessive in modo sostanziale (il 37% tra il 1990 e il 2022), mentre gli Stati Uniti hanno ridotto le proprie emissioni di meno di un decimo. Tuttavia, se aggiungiamo la crescita economica (che negli ultimi 15 anni ha visto un'Europa asfittica e un'economia americana quasi raddoppiata), vediamo che gli USA hanno più che dimezzato l'intensità emissiva per unità di PIL, costruendo un'economia nuova, basata su tecnologia, innovazione e creazione di valore che anche in campo energetico ha dato frutti straordinari. Questi due modelli devono dialogare, ma l'Europa rischia di restare indietro se non migliora il suo orientamento alla crescita e la sua capacità di liberare investimenti, idee, tecnologie.

Lo slancio delle aziende europee verso investimenti negli USA sta continuando?

Non sta solo proseguendo, ma in campo energetico va verso un ulteriore consolidamento.

Nonostante i toni accesi e gli sviluppi, le conversazioni sul commercio che stiamo vedendo in questi giorni si innestano su scambi di prodotti energetici in crescita (come il GNL), su cooperazioni tecnologiche tra le sponde dell'Atlantico, sulla necessità di cooperazione nei grandi progetti internazionali di ricostruzione

delle catene del valore (pensiamo all'azione congiunta americana e europea su IMEC – l'*India Middle East Corridor* o al Corridoio di Lobi-to, con un ruolo centrale anche per l'Italia con il Piano Mattei).

Al momento non conosciamo ancora i dettagli specifici dell'accordo iniziale USA-UE.

Il dato sulle esportazioni energetiche, legato a nuovi progetti, si accompagna alla promessa di maggiori investimenti europei negli USA. Il trend va certamente verso un rafforzamento dei rapporti commerciali, industriali e tecnologici; l'ecosistema dell'innovazione energetica, nonostante i momenti di incertezza di questi mesi, esercita una forte attrazione, soprattutto nelle aree in cui si stanno realizzando trasformazioni epocali. L'intelligenza artificiale, l'innovazione tecnologica in campo energetico – il nucleare di nuova generazione, gli *Small Modular Reactors*, i biocombustibili avanzati, le tecnologie per la cattura e riutilizzo del carbonio, la fusione – rappresentano assi prioritari, in una corsa in cui il solo altro player capace di ambizioni così vaste sembra essere la Cina.

Nei prossimi anni è ragionevole pensare che gli Stati Uniti punteranno a confermarsi una piattaforma attrattiva per gli investimenti e orienteranno sempre più le proprie scelte verso le grandi sfide di competizione internazionale – l'energia è certamente una di queste.



La finanza reagisce spesso a segnali di contesto. Quanto conta la stabilità normativa americana per attrarre investimenti energetici di lungo termine?

Il sistema americano si è costruito negli ultimi decenni per valorizzare le risorse energetiche domestiche e dare resilienza al resto dell'economia. Si chiamava *Energy Independence*, ma i numeri sono tali che l'amministrazione oggi chiama la propria politica *Energy Dominance*: da un lato, la capacità delle filiere energetiche tradizionali di rispondere agli andamenti di mercato con straordinaria velocità, garantendo forniture sicure e competitive attraverso efficienza e strumenti finanziari; dall'altro, l'accelerazione di collaborazioni e investimenti industriali per far avanzare e portare a scala innovazioni tecnologiche. Negli ultimi vent'anni gli Stati Uniti sono passati dall'essere uno dei grandi consumatori del mondo, esposti ai mercati finanziari, a diventare il primo produttore di petrolio e gas. Si tratta di una trasformazione che è stata resa possibile dalla tecnologia, dal fracking, ma anche dall'ecosistema finanziario che ha accompagnato questi sviluppi tecnologici e li ha fatti evolvere nel tempo attraverso cicli industriali che hanno attraversato anche momenti drammatici.

Nella logica dell'amministrazione, questa è una differenza importante rispetto alle nuove filiere: l'*oil & gas* americano si è sviluppato con risor-

se, tecnologie e finanze statunitensi domestiche (anche se in un sistema interconnesso con altri attori come il Canada). Le energie della transizione, invece, dipendono da supply chain non domestiche, come quella del solare, dove la Cina è al contempo un attore ineludibile e il principale concorrente internazionale. Questa dipendenza è percepita dall'Amministrazione come un rischio geopolitico che deve spingere gli USA, ma anche l'Europa, verso una gestione della competizione basata su una strategia di *de-risking*. E qui emerge un punto chiave nel rapporto USA-UE: serve la consapevolezza che nessuno dei due può farcela da solo. L'UE ha bisogno della visione, della velocità, della scala dell'ecosistema americano – oltre che dell'accesso al mercato americano – mentre gli USA, per competere con la Cina, non possono rinunciare al ruolo, alle relazioni, alla capacità di dialogo e agli strumenti europei, specie in quei territori strategici come l'Africa Subsahariana.

In che modo finanza e industria energetica stanno collaborando per raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione e sostenibilità?

Il trilemma energetico –la necessità di bilanciare competitività, sicurezza e sostenibilità– è una coperta corta da sempre. C'è ora la consapevolezza che serve una visione più bilanciata. Oggi servono capacità di esecuzione e *delivery*, resilienza e adattamento delle politiche all'ac-





celerazione tecnologica. La finanza deve accompagnare questo cambiamento a tutto campo, non chiudersi nelle torri d'avorio delle tassonomie. Finanziare la decarbonizzazione significa per esempio accompagnare l'industria energetica a ridurre le emissioni e ad aumentare la capacità tecnologico-industriale per catturare, stoccare e utilizzare la CO₂. Questi sforzi non possono non rientrare nelle priorità della finanza sostenibile. La Banca Mondiale stessa ha iniziato un percorso di ripensamento, reintegrando il nucleare nella sua *lending strategy* e sviluppando nuovi

strumenti per ridurre le emissioni. Il mondo sta andando nella direzione del pragmatismo e della velocità, un trend su cui anche l'Europa deve interrogarsi.

La geografia energetica mondiale sta cambiando e stanno emergendo nuovi protagonisti. Come ci si orienta in questo scenario?

Credo sia fondamentale lasciare da parte l'idea che la geografia politica ed economica delineata nel secondo dopoguerra sia ancora quella su cui basare le nostre analisi e strategie future. Negli ultimi quarant'anni, la popolazione mondiale è raddoppiata e il PIL globale quadruplicato, modificando gli equilibri in modo irreversibile. L'energia è uno dei settori più esposti a questo cambiamento. I nuovi protagonisti emergenti aspirano a un posto attivo al tavolo delle decisioni globali. Lo vediamo nel Golfo, in India e in America Latina, dove attori come il Brasile puntano a un ruolo centrale nel dialogo energetico e climatico, come dimostrerà la COP30. Viviamo in un mondo che potremmo definire "plurilaterale", dove se l'Europa vuole mantenere la leadership che ha esercitato per decenni nelle piattaforme multilaterali, deve essere presente e unita, con pragmatismo e capacità di dialogo, ascoltando le priorità di tutti, stimolando la propria economia verso l'innovazione e la crescita che i nuovi attori perseguitano con ambizione e velocità senza precedenti.

Siamo pronti a pagare il conto della transizione?

di Massimo Nicolazzi

La finanza verde ci viene rappresentata come finanza “altra”, se non financo etica. “Transizione” è diventata una parola chiave dell’economia contemporanea: promette un futuro più sostenibile, ma si costruisce attraverso i vincoli e le logiche del presente. La finanza climatica ne è un’espressione emblematica: muove miliardi, produce regolamenti, costruisce strumenti avanzati. Ma segue pur sempre la grammatica precisa della finanza, fondata sul binomio rischio/rendimento. Il linguaggio stesso della sostenibilità si è trasformato in codice contabile e

regolatorio. La transizione energetica non si fa senza finanza. Decarbonizzare, tradotto in investimenti, significa qualche migliaio di miliardi all’anno e investire significa anche trovare finanziatori; e trovarne per tipologie disparate di imprese e di progetti. E se è vero che innovazione e transizione attirano capitali, lo fanno nella misura in cui riescono a presentarsi come investimenti dal rischio prevedibile o quantomeno “sostenibile”. La finanza non è ostile all’innovazione, né ignora la sostenibilità — ma le valuta secondo criteri propri e in base alla struttura

Massimo Nicolazzi ha una lunga carriera in ambito energetico, avendo lavorato per Eni e Lukoil prima di essere nominato amministratore delegato di Centrex Europe. Oggi svolge attività di consulenza ed è Presidente di ISAB. Ha sviluppato e gestito importanti progetti energetici in Europa Centrale e Orientale, Kazakistan, Libia e altri Paesi del Mediterraneo. Senior Advisor del Programma di Sicurezza Energetica dell'ISPI. Dal 2015 è Professore a contratto di Economia e Management delle Fonti Energetiche all'Università di Torino. È autore di numerose pubblicazioni ed è membro del comitato scientifico della rivista geopolitica italiana *Limes*.

dell'investimento. La finanza fa la finanza. Investe dove le condizioni lo permettono.

Per esempio, investe ampiamente nelle prime fasi dell'innovazione. Il *venture capital* ne è l'esempio più evidente, con fondi disposti a scommettere su un grande e diversificato portafoglio di startup, contando sulla previsione che un singolo successo generi ritorni elevati che possano compensare gli altri investimenti fatti. Una dinamica che resta fuori portata per soggetti più conservativi, come fondi pensione e altri investitori istituzionali, vincolati da

regole che limitano fortemente l'esposizione al rischio. In questi casi, non è mancanza di interesse per l'innovazione, ma anche un problema di compatibilità con il loro mandato fiduciario. Nelle fasi iniziali, il rischio è accettato perché sostenibile per volume dalla disponibilità finanziaria degli investitori e compensato dalla possibilità di ritorni altissimi. Man mano che si passa dal laboratorio al prototipo, il rischio resta elevato ma la misura dell'investimento si moltiplica. È qui che si apre una zona grigia, il cosiddetto "cimitero degli elefanti": uno spazio in cui molte innovazioni si arenano perché richie-



dono investimenti consistenti, senza offrire ancora ritorni certi. La transizione non si fa senza finanza. Ma neanche senza Stato; o, se preferite, sostegno pubblico. L'armamentario è fatto di divieti, sussidi e incentivi. Ma anche di strumenti che riducono il rischio e/o garantiscono un ritorno minimo. È il caso, per esempio, del meccanismo RAB (*Regulatory Asset Base*), che consente di remunerare gli investimenti infrastrutturali in modo regolato e predeterminato. O dei *contratti per differenza* (CfD), che assicurano un prezzo fisso per l'energia prodotta. Sono strumenti che incentivano l'investimento in modo indiretto, aumentandone ad esempio la bancabilità; e che di regola vengono finanziati dalle tariffe pagate dai consumatori.

Finanza solo verde? Al bando il fossile? Sostenibilità dovrebbe far rima con "gradualità". La brusca eliminazione del fossile non è praticabile e in realtà neanche pensabile; e però anche la cessazione totale di nuovi investimenti in infrastrutture fossili non potrebbe che rivelarsi economicamente insostenibile. Molti fondi, dopo avere annunciato il loro dedicarsi esclusivo a investimenti *carbon free* o almeno di alto rating ESG ci stanno ripensando. Finanziare il fossile si fa sempre più oneroso; ma è ancora possibile. È un riconoscimento pragmatico: il fossile inquina, ma oggi funziona, è disponibile e ancora competitivo. Non ci si può





aspettare, quindi, che la finanza da sola faccia la transizione. La sua funzione, al netto del *venture capital*, è selettiva, non anticipatrice: sceglie ciò che è compatibile con le proprie logiche, e dunque con rendimenti prevedibili. La sua propensione al rischio, soprattutto in investimenti strutturali e di lungo periodo, è molto vicina allo zero. Se il mercato non è affidabile, ci pensi lo Stato a garantire e sostenere l'investimento. Se aspettiamo che la finanza agisca da sola, rischiamo di dover attendere i suoi tempi – e intanto continuare ad affidarci a fonti consolidate, ma non più sostenibili. Come il petrolio.

La transizione energetica richiede investimenti enormi. Alcuni saranno sostenibili per la finanza privata, altri no. In questi ultimi casi, servono politiche pubbliche in grado di creare condizioni favorevoli: tariffe garantite, riduzione della volatilità dei prezzi, assunzione di parte del rischio. Ma tutto questo ha un prezzo. La domanda è se si possa giudicare (e da chi) necessario ciò che non è economico. E con quali criteri scegliere le priorità e le forme di finanziamento e garanzia che assicurino ritorno all'investimento privato. La vera domanda, in definitiva, è se necessità e priorità le decida lo Stato; o non sia la finanza a dettarle allo Stato.

Photo credits

- p. 8 Quentin Massys, Il cambiavalute e sua moglie, 1514, Museo del Louvre, Parigi
pp. 14-15 © Getty Images
p. 19 Riunione di mercanti in una miniatura, XIV secolo, Bibliothèque Nationale, Parigi
p. 20 Quentin Metsys, Les usuriers, 1520, Galleria Doria Pamphilj, Roma
p. 39 © Art Basel
p. 40 © Tefaf
p. 41 © Tefaf
p. 46 © European Central Bank
p. 53 © European Central Bank
p. 55 © Ethereum
p. 59 © Ministero dell'Economia e delle Finanze
p. 68 © Cassa Depositi e Prestiti
p. 69 © Autostrade per l'Italia
p. 102 © Tether

COMPRENDERE

