

Banche e mercati finanziari: costruire l'eco-sistema per il bene del Paese

Stefano Caselli
Dean SDA Bocconi School of Management
Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Algebris Chair in Long-Term Investment and Absolute Return
Università Bocconi

1 aprile 2025

SDA Bocconi
SCHOOL OF MANAGEMENT

RESEARCH
RETHINK
REIMAGINE



1. UN CAMPO DI GIOCO SEMPRE PIU' GRANDE
2. IL CIELO E LE NUVOLE DAVANTI A NOI
3. DA CMU A SIU: LA SFIDA DEL TUTTO
4. IL RUOLO CRUCIALE DEL SISTEMA BANCARIO
5. L'ITALIA E L'EUROPA: LE AZIONI PER LA CONVERGENZA DI BANCHE E MERCATI

1. UN CAMPO DI GIOCO SEMPRE PIU' GRANDE

- La magnitudine dei numeri è essenziale per capire il “campo di gioco” e il suo potenziale
 - Il GDP del mondo è **110 \$ trillion** e...la ricchezza è un multiplo crescente (10xGDP oggi...5xGDP nel 2001):
 - Gli asset finanziari detenuti dagli intermediari finanziari: **390 \$ trillion**
 - Gli asset finanziari detenuti da famiglie, PA e imprese: **310 \$ trillion**
 - Real assets: **300 \$ trillion**
 - Circa **120 \$ trillion** sono “cash and ready-to-go”
 - Il mercato retail “is knocking to the door” per avere accesso a un menu più ampio
 - La ricchezza avrà un cambio generazionale ma non sappiamo con quali impatti
 - In Italia le famiglie hanno **5,400 miliardi** di Euro di asset finanziari e 15% è cash
- *...e la competizione è aperta...e globale...*

- La buona notizia è che il potere della ricchezza e senza precedenti e spostare liquidità da una parte all'altra **può togliere o dare valore a qualsiasi cosa** (Carney, 2021). Ciò significa che ogni investiture per 1 solo euro investito è responsabile di questo
- **Il paradosso** è che l'ammontare di asset finanziari e asset reali non è abbastanza per soddisfare la fame degli investitori...
- **Le opzioni di raccolta** sono quindi aperte e molteplici: i) private equity and private debt, ii) public equity and bonds, iii) loans. Nulla è facile perché occorre giocare con regole e pattern differenti (dai funds, ai financial markets e alle banche)
- E' il migliore dei mondi possibili? Mentre la ricchezza diviene un multiplo crescente del GDP, la crescita del GDP e della ricchezza non sono omogenei e i gaps si moltiplicano: un «mind-the-gap approach» può non essere sufficiente. **ESG è quindi pragmatico...**

1. UN CAMPO DI GIOCO SEMPRE PIU' GRANDE

- La distribuzione delle prime 500 aziende della terra....(Fortune 500): investimenti, talenti, innovazione, competizione

Country	Year 2024	Year 2008
China	135	61
USA	122	133
Japan	53	68
Germany	27	32
France	26	27
Great Britain	22	10
South Korea	15	14
Switzerland	13	14
Canada	12	11
Netherlands	11	14
Taiwan	8	8
India	7	8
Spain	7	6
Brazil	6	4
Italy	6	10
Australia	4	8
Russia	4	7
Singapore	4	2

Ireland	3	2
Finland	2	1
Mexico	2	1
Sweden	2	3
Belgium	1	5
Denmark	1	1
Indonesia	1	0
Luxembourg	1	1
Malaysia	1	1
Norway	1	1
Saudi Arabia	1	1
Thailand	1	1
Turkey	1	0
Austria	0	1
Colombia	0	1
Hungary	0	1
Venezuela	0	1

1. UN CAMPO DI GIOCO SEMPRE PIU' GRANDE

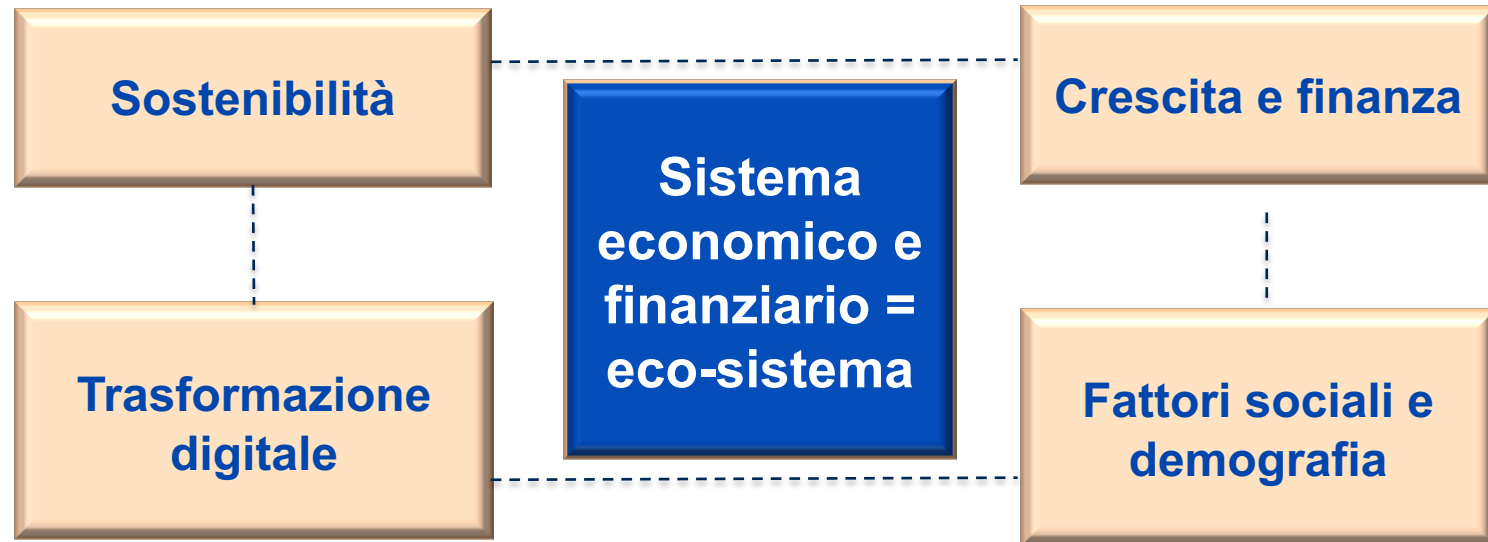
-e il breakdown delle prime 20 alla fine del 2024.....

2024		
Azienda	Paese	Ricavi
1 Walmart	USA	573,11
2 Saudi Aramco	Arabia Saudita	565,23
3 State Grid	Cina	496,61
4 Amazon	USA	481,88
5 China National Petroleum	Cina	452,82
6 Sinopec Group	USA	441,73
7 Exxon Mobil	USA	387,84
8 Apple	USA	369,70
9 Shell	Paesi Bassi	362,08
10 UnitedHealth Group	USA	303,92
11 CVS Health	USA	302,33
12 Trafigura Group	Singapore	298,58
13 China State Construction Engineering	Cina	286,78
14 Berkshire Hathaway	USA	283,22
15 Volkswagen	Germania	275,34
16 Uniper	Germania	270,38
17 Alphabet	USA	265,17
18 McKesson	USA	259,43
19 Toyota Motor	Giappone	257,31
20 TotalEnergies	Francia	246,86

2. IL CIELO E LE NUVOLE DAVANTI A NOI

2. IL CIELO E LE NUVOLE DAVANTI A NOI

- Il sistema finanziario e il sistema economico sono il crocevia che collega e offre mediazione tra grandi tendenze di fondo, opportunità di crescita (upside) e rischi che la nostra società corre (downside)...ma questa è la grande partita della competitività.... **per ogni sfida il sistema finanziario è sollecitato a dare risposte che sono decisive**



2. IL CIELO E LE NUOVE DAVANTI A NOI

- La crescita è il presupposto di tutto: sostenibilità del debito, innovazione, occupazione, competitività e rilevanza politica. La prospettiva US e EU:

	US	EU
Tassazione	Già ridotta nel 2020	Da rendere omogenea
Tassi di interesse	Riduzione o rialzo?	Riduzione
Multipli	Al limite	Alti
Innovazione	Straordinaria	Da potenziare
Debito	Non esiste il tema (still?)	Ragionevole
Mercato interno	Esiste	Da fare crescere
Dimensione	Una ossessione	Ne abbiamo paura?
Mercato finanziario	449% su PIL	227% su PIL

- Uno scenario in cui coesiste la **silver-economy** e la **younger-economy**: ci interessa? siamo pronti?

- Il dato di fatto è che tra il 2030 e il 2033 Gen-Z avrà la maggioranza della ricchezza modificando i comportamenti di acquisto finanziari, così come i servizi di welfare dovranno essere aumentati in modo esponenziale. I temi chiave:
 1. Comportamento di acquisto dei servizi finanziari
 2. Fisicità e digitalizzazione: un senso diverso di trust
 3. Il welfare da difendere (per silver e per younger)
 4. Chi farà l'imprenditore
 5. Il valore e il futuro dell'educazione

- Abbiamo «squarciato il velo di Maya»? Probabilmente sì, e si passa dalla «compliance» ESG all’esercizio vero della sostenibilità. Il gioco diventa vero e per questo occorre fare delle scelte e aiutare i più piccoli....ogni azienda deve focalizzarsi sulla costruzione del proprio vantaggio competitivo a partire dalla lettera G
- L’Unione Europea del green deal evolve verso quella dell’Omnibus Package (CSRD, CS3D, and EU Taxonomy) con tempistiche lunghe. Con i pros della semplificazione regolamentare (e la riduzione dei destinatari: 7.000 aziende CSRD rispetto a 50.000) e i cons dell’incertezza.
- Ma la sfida rimane più potente che mai. La sfida della sostenibilità è un salto quantico basato su un concetto semplice: alcuni trend (scarsità di cibo e acqua, inquinamento, combustibili fossili, povertà e diseguaglianze, guerra, cattiva governance) distruggono il nostro eco-sistema e solo alcune azioni concrete possono fermarli, riducendo un vero e proprio “risk of extinction” e poi generando valore. E tutti i covenant sono già fissati...

- La trasformazione digitale è sicuramente AI con tutte le prospettive ad oggi non immaginabili e da costruire (FT, 25 marzo 2025: «A white-collar word without juniors?»)

- Ma gli impatti sul mondo della finanza stanno avvenendo in modo radicale:
 1. Crypto-revolution: chi pagherà il conto quando finisce la musica?
 2. La moneta in discussione: CBDC versus soluzioni private?
 3. AI, blockchain e fonti di energia: chi prova a fare la quadratura del cerchio?
 4. Blockchain e democratizzazione: va bene?
 5. Un mondo tokenizzato: la crescita diventa senza limite?

3. DA CMU A SIU: LA SFIDA DEL TUTTO?

3. DA CMU A SIU: LA SFIDA DEL TUTTO?

- Il tema dell'allocazione della ricchezza è cruciale per sostenere la crescita di GDP e occupazione, per spingere l'innovazione e per capire i bisogni del sistema economico
- EU e US mostrano numeri molto diversi per il mercato finanziario (i.e., “debt securities + public equity market”/GDP):
 - EU27 mostra un ratio pari al 233% mentre US del 449%....ma....purtroppo....
 - EU27 mostra un ratio pari al 81% per public equity mentre US del 227%
 - e, la crescita del public equity è stata molto più forte negli US (dal 131% al 227% del GDP) rispetto a EU27 (dal 61% al 81% del GDP) comparando 2015 vs 2023
 - In EU27 le famiglie hanno 33% cash+depositi, 37% azioni e fondi, 28% assicurazioni e fondi pensione; in US 15% di cash+depositi, 56% azioni e fondi, 21% assicurazioni e fondi pensione.
- E' il debito la strada maestra per crescere? Oppure è l'equity il booster appropriato per affrontare le sfide che abbiamo di fronte? Il ruolo delle banche in EU27 è cruciale...

3. DA CMU A SIU: LA SFIDA DEL TUTTO?

- L'iniziativa **Capital Market Union (CMU)** nasce nel 2015 con l'obiettivo di sviluppare e di integrare ulteriormente i mercati finanziari domestici dell'EU con tre obiettivi differenti:
 - **Diversificare le opportunità di funding** delle aziende europee, pensando soprattutto a quelle più innovative e con più alto potenziale di crescita
 - **Offrire ai risparmiatori** opportunità più ampie di investimento a medio e a lungo termine
 - **Collegare** in maniera più efficace le risorse finanziarie agli investimenti più produttivi
- Ad un livello macroeconomico l'obiettivo più ampio è quello di preservare la stabilità del sistema economico europeo, assicurandogli **maggiore resilienza e maggiore capacità di crescita**. E oggi aggiungeremmo anche **maggiore visibilità e capacità di competere** a livello globale. Il passaggio è verso una **Savings and Investment Union (SIU)**.

3. DA CMU A SIU: LA SFIDA DEL TUTTO?

- L'iniziativa CMU/SIU ha l'ambizione straordinaria del tutto e l'impossibilità nello stesso tempo di gestire il tutto in quanto una vera SIU sarà infatti possibile solo dopo una unità politica europea. Tuttavia SIU deve essere vista come:
 - Un progetto per costruire un eco-sistema complesso, fatto di tante parti in apparenza separate
 - La sfida più importante per realizzare l'Unione
 - Il collegamento tra le sfide nazionali e quelle europee: una filosofia di azione che è sia top-down che bottom-up
- E non possono essere dimenticate due cose fondamentali: una domanda e uno stato di fatto
 - La domanda: quale sistema economico europeo vogliamo? Quali aziende vogliamo? E quindi quale politica industriale?
 - Lo stato di fatto: SIU vuole diversificare funding ma la natura "bancocentrica" europea è uno "stato di natura" e quindi un'opportunità da cogliere

4. IL RUOLO CRUCIALE DEL SISTEMA BANCARIO

4. IL RUOLO CRUCIALE DELLE BANCHE

- CMU/SIU segna la strada per un sistema finanziario più ampio e integrato, fondato sui mercati finanziari in senso lato e quindi implicitamente teso a superare il “banco-centrismo” europeo
- Ma la presenza delle banche è essenziale oltre che radicata nel nostro DNA e nel nostro modo di essere EU.
- Il ruolo delle banche in EU27 è quindi cruciale per:
 - **allocare direttamente le risorse** (via lending),
 - **fare advisory** a corporates (di qualsiasi dimensione) e investitori per assumere le proprie decisioni liability-side e asset-side (via investment banking),
 - **collegare savings** al sistema economico nel suo complesso (via asset management)
- Sempre più la banca deve quindi essere pensata in modo strategico come «somma delle parti»...**con banche universali e banche specializzate....**

- CMU/SIU non può quindi essere disgiunta da Banking Union e Banking Union deve proseguire soprattutto nella logica industrial e normativa con tre dimensioni cruciali:
 1. L'ambizione e la visione di fondo. Nel suo discorso d'addio, Andrea Enria menziona che *“l'Unione Europea avrebbe bisogno di banche europee con la dimensione di JP Morgan”*. Una stagione di M&A deve aprirsi necessariamente....
 2. La dimensione normativa: occorre rimuovere i vincoli legali (o rendere superabili dalla vigilanza comune) che impediscono ai gruppi bancari di redistribuire le risorse finanziarie (capitale, liquidità, esposizioni infragruppo) in maniera efficiente tra tutte le componenti del gruppo. Come una banca Americana può fare negli US...
 3. La dimensione competitiva che passa attraverso l'innovazione e la crescita manageriale nell'attività di lending, di investment banking e advisory, di asset management.

4. IL RUOLO CRUCIALE DELLE BANCHE

- Attenzione all'investment banking!!

	Top 10 Investment Banks 2024	Fees (\$m)	24 versus 23
1	JP Morgan	7,135.83	+22.00%
2	Goldman Sachs & Co	6,408.75	+25.00%
3	BofA Securities Inc	5,831.99	+32.00%
4	Morgan Stanley	4,616.74	+28.00%
5	Citi	3,505.71	+18.00%
6	Barclays	2,716.76	+29.00%
7	Wells Fargo & Co	2,411.49	+21.00%
8	BNP Paribas	2,376.36	+34.00%
9	Deutsche Bank	2,329.54	+43.00%
10	Jeffries LLC	7,135.83	+22.00%
	Total	116,971.23	+14.00%

- Anche il breakdown nei quattro sotto-gruppi League Tables (i.e., M&A, ECM, DCM and Loans) mostra una posizione marginale nel settore dell'investment banking:
 - M&A (Lazard and Rothschild)
 - ECM (nessuna)
 - DCM (BNP and DB)
 - Loans (DB and BNP)

5. L'ITALIA E L'EUROPA: LE AZIONI PER LA CONVERGENZA

- L'Italia ha il compito di giocare un ruolo estremamente attivo nello sviluppo di CMU per tre ordini di motivi:
 - CMU si realizza con una dinamica non solo top-down ma anche e soprattutto bottom-up
 - L'Italia ha una sfida di GDP growth più marcata rispetto ai peers europei e sconta una scala più contenuta delle aziende
 - I mercati dei capitali hanno elementi di sviluppo più limitato dovuti a condizioni e caratteristiche storiche molto note (1. spiazzamento del debito pubblico, 2. dimensione contenuta del private equity e del venture capital, 3. ruolo centrale delle banche nell'attività di lending, 4. assenza di ricerca sulle aziende italiane, 5. limitata presenza dell'investment banking, 6. mancanza di un disegno organico di fiscalità a supporto delle decisioni di corporate finance)
- Gli indicatori che più ci devono preoccupare nei confronti con i nostri peers sono legati ai temi del ruolo della capitalizzazione di borsa e al ruolo giocato dagli investitori domestici

5. L'ITALIA E L'EUROPA

- Alcuni numeri chiave: la dimensione finanziaria....

Paese	Capitalizzazione /GDP	Sales quotate /GDP	Sales F500/GDP
Francia	131,3%	78,0%	61,22%
Germania	55,5%	61,7%	56,26%
Spagna	46,7%	53,2%	52,84%
Italia	36,7%	30,9%	19,07%
EU	81,1%	69,3%	43,12%

Fonte: Rapporti di Ricerca Equita-Bocconi sul mercato dei capitali

5. L'ITALIA E L'EUROPA

- ...e il peso degli investitori domestici

Tipo Investitore	FTSE MIB	FTSE MID CAP	FTSE SMALL CAP	Francia	Germania	Spagna
Domestico	8%	19%	28%	25%	26%	8%
Eestero	92%	81%	72%	75%	74%	92%

Fonte: Rapporti di Ricerca Equita-Bocconi sul mercato dei capitali

- La bassa percentuale di investitori domestici in Italia esprime un dato di tendenza: nel 2007 il numero era pari al 30%. Inoltre, del 92% di investitori esteri, la componente passive è salita al 30%.
- Il risparmio italiano si sposta sul debito pubblico e consapevolmente o del tutto inconsapevolmente finanzia altri sistemi paese e altro sviluppo....

- Le analisi e le proposte sul mercato italiano lato domanda e lato offerta di capitale sono state colte in una serie di documenti e testi chiave che rappresentano una base di partenza essenziale e un *fil rouge* che occorre alimentare e irrobustire:
 - OECD Capital Market review of Italy (2020)
 - High Level Forum on the Capital Market Union (2020)
 - Technical Expert Stakeholders Group on SMEs (2022)
 - MEF Libro Verde sulla Competitività dei Mercati Finanziari Italiani (2022)
 - Manifesto per lo sviluppo dei mercati dei capitali (2023)
 - DDL Capitali (2024)
 - Fondo dei fondi CDP (2025) e riforma del TUF (2025)
- E' fondamentale alimentare il dibattito e le azioni, sia domestiche che in prospettiva europea in maniera coerente

- I punti chiave di lavoro nel breve/medio (ma non lungo!) termine per colmare gap strutturali e consolidati:
 1. Creazione di fondi di grande dimensione dedicati all'investimento in aziende e iniziative italiane quotate con il coinvolgimento di anchor investor pubblici e le principali istituzioni finanziarie italiane
 2. Creazione di una campagna dedicata allo sottoscrizione di equity quotato italiano (dal "BTP valore" ad un "Italian equity valore")
 3. Sviluppo della ricerca su aziende italiane attraverso la creazione di strutture mutualistiche a favore dell'intero sistema
 4. Riflessione sull'eventuale inserimento di obiettivi collegati allo sviluppo del mercato dei capitali nei compiti delle autorità di vigilanza

5. Ridisegno radicale della fiscalità d'impresa con la prospettiva di sostenere strutturalmente (e non una tantum) il collegamento del risparmio allo sviluppo economico attraverso l'impiego del mercato dei capitali. Qualche riflessione conclusiva più «disruptive»...
- E' possibile differenziare la tassazione ordinaria (IRES e IRAP) in funzione di obiettivi strategici? Ossia giocare le poche carte di riduzione delle aliquote in corrispondenza di comportamenti virtuosi? Come...
 - L'avvicinamento al mercato
 - La quotazione
 - La crescita dimensionale (per le start-up e non solo...)
 - Il re-shoring
 - La crescita occupazione e la parità di genere
 - La scelta B-corp



SDA Bocconi
SCHOOL OF MANAGEMENT

**RESEARCH
RETHINK
REIMAGINE**

SDA Bocconi School of Management
Via Sarfatti, 10 - 20136 Milano, Italy
tel: +39 02 5836 6605-6606 - email: info@sdabocconi.it
www.sdabocconi.it