

IL RISPARMIO

Anno LXV - n. 1 Gennaio - Marzo 2022

Rivista trimestrale di Acri

Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa



01



IL RISPARMIO

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

Editorial Board

Gino Gandolfi (University of Parma)

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Antonio Patuelli (ABI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

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

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

Redazione

Via del Corso, 267 - 00186 Roma

Tel. 06 68184387 - Fax 06 68184223

elisabetta.boccia@acri.it

www.ilrisparmioreview.it

www.acri.it

Codice ISSN 0035-5617 (print)

Codice ISSN 1971-9515 (online)

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

INDICE

PERCHÉ E COME RICAPITALIZZARE LE PMI ITALIANE DOPO IL COVID-19?

WHY AND HOW THE ITALIAN SMES SHOULD BE RECAPITALIZED AFTER COVID-19?

Autori Vari

7

CAPITALE PRIVATO, ECONOMIA REALE E ISTITUZIONI FINANZIARIE A SUPPORTO DELLA TRASFORMAZIONE E INNOVAZIONE DEL PAESE, VERSO LA SOSTENIBILITÀ

PRIVATE INVESTMENT, REAL ASSETS AND FINANCIAL INSTITUTIONS TO SUPPORT ITALY'S INNOVATION AND TRANSITION TOWARDS SUSTAINABILITY

Claudio Scardovi

29

**LA STAGNAZIONE SECOLARE: FATTI STILIZZATI E
POSSIBILI CAUSE**

*LA STAGNAZIONE SECOLARE: FATTI STILIZZATI E POSSIBILI
CAUSE*

Luciano Mauro

41

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

A CURA DELLA REDAZIONE DE "IL RISPARMIO"

65

PERCHÈ E COME RICAPITALIZZARE LE PMI ITALIANE DOPO IL COVID-19?

*WHY AND HOW THE ITALIAN SMES SHOULD
BE RECAPITALIZED AFTER COVID-19?*

Angelo Bonissoni

Studio CBA

angelo.bonissoni@cbalex.com

Valentina Catapano

Università degli Studi di Padova & CRIEP
University of Padua & CRIEP

valentina.catapano@unipd.it

Luciano Greco

Università degli Studi di Padova & CRIEP
University of Padua & CRIEP

luciano.greco@unipd.it

Amedeo Pugliese

Università degli Studi di Padova & CRIEP
University of Padua & CRIEP

amedeo.pugliese@unipd.it

La crisi connessa alla diffusione del COVID-19 ha comportato una significativa espansione dell'indebitamento bancario delle PMI italiane, in parte favorita dall'espansione delle garanzie statali. Se la tempestività e l'ampiezza dell'intervento hanno consentito di limitare gli effetti economici immediati della pandemia, è opportuno sottolineare il rischio concreto che l'eccessivo indebitamento delle imprese possa rappresentare un ostacolo significativo al rilancio economico dell'Italia. In questo articolo, proponiamo un intervento di sistema non convenzionale che, attraverso un'innovativa gestione dell'attuale congiuntura, avrebbe i seguenti benefici: a) salvaguardare il sistema produttivo italiano, favorendo un approccio industriale, anziché meramente finanziario, al problema; b) irrobustire e strutturare il mercato del capitale di rischio delle PMI nel nostro Paese e

conseguire il riequilibrio strutturale del rapporto tra capitale di rischio e debito delle imprese italiane; c) ridurre il rischio derivante da una crisi dell'economia reale che si potrebbe ripercuotere sul sistema finanziario e sulla finanza pubblica. La costituzione di un fondo nazionale di fondi territoriali e settoriali, coordinata dallo Stato e realizzata con l'intervento di operatori istituzionali e di mercato, consente di intervenire attivamente nella gestione delle aziende in crisi attraverso la tecnica del *dip financing*. In particolare, lo schema proposto permette di: a) convertire i crediti bancari (con o senza garanzie statali) verso le imprese in difficoltà in capitale di rischio o altri strumenti finanziari subordinati; b) sostenere con ulteriori capitali e competenze manageriali i necessari processi di riconversione delle imprese aderenti alla procedura di ricapitalizzazione e ristrutturazione.

Parole chiave: Unlikely-to-pay loans, Non-performing loans, Garanzie statali, Partenariati pubblico-privati, Ristrutturazione delle imprese.

The crisis triggered by the COVID-19 outbreak has caused a significant expansion of the bank debt of Italian SMEs, to some extent fostered by state guarantees. This intervention has made it possible to counter the economic impact of the pandemic, but on the medium-long term it may also hamper Italy's economic recovery. In this paper, we propose a systemic intervention that catches the opportunities that arise from an innovative management of the current economic situation in order to: a) safeguard the Italian productive system implementing an industrial approach, rather than a purely financial approach; b) strengthen and restructure the Italian capital market for SMEs aiming at a structural rebalancing of the debt-equity ratio of Italian companies; c) reduce

the possible contagion from a crisis in the real economy to financial system and public finance. We propose to establish a national fund of territorial and sectoral funds which should pursue the restructuring and recapitalization of firms by dip financing techniques. Such a scheme should be coordinated by government and financed by institutional and market operators. The proposed scheme would implement two important tasks: a) the conversion of bank loans (with or without government guarantees) to business facing crisis into equity or other subordinated financial instruments; b) support with additional capital and managerial skills to the turnaround processes of businesses joining the recapitalization and restructuring procedure.

Keywords: Unlikely-to-pay loans, Non-performing loans, State guarantees, Public-private partnerships, Business restructuring.

 1. INTRODUZIONE

La crisi economico-finanziaria innescata dalla pandemia di COVID-19 produrrà effetti profondi e duraturi sul tessuto produttivo e, per riflesso, sul settore bancario e sulla finanza pubblica italiana (De Socio et al., 2020). La crisi ha impatti economici, oltre che finanziari, sulle aziende perché ne altera le condizioni di equilibrio: la contrazione dei ricavi in seguito alla sospensione delle attività produttive, a fronte di costi difficilmente comprimibili, comporta non solo problemi di liquidità ma anche ingenti perdite ed erosione patrimoniale nei bilanci 2020.

Il confronto tra la stima dei risultati economico-finanziari delle società italiane nel 2020 rispetto all'anno precedente rivela che gli effetti della crisi pandemica sui bilanci 2020 delle imprese, in assenza di interventi governativi, sarebbero stati molto negativi¹. Infatti, a una contrazione media dei ricavi del 13% si rileva una meno che proporzionale riduzione dei costi del 9%, con un effetto molto significativo in termini di calo della redditività (-168%) e riduzione del patrimonio netto (-6%). Quest'ultimo dato è particolarmente importante per gli effetti sistemici: le imprese con patrimonio netto negativo salgono dal 6% nel 2019 al 20% nel 2020 e complessivamente le società sottocapitalizzate² passano dall'11% nel 2019 al 26% nel 2020 (per un totale di 153.681 imprese). Gli effetti reali di una potenziale esplosione del numero di società in difficoltà patrimoniale sono significativi sia per il numero dei dipendenti coinvolti, che aumentano da 229.149 a rischio nel 2019 a 1.383.030 a rischio nel 2020, che per il sistema bancario, dato che l'esposizione debitoria delle società in difficoltà supera i 68 miliardi nel 2020 rispetto ai 23 miliardi del 2019 (Buchetti et al., 2021).

1 A partire dal contributo di Carletti et al. (2020), abbiamo esteso l'analisi a un campione di 586.076 imprese italiane per le quali sono disponibili i dati di bilancio dell'esercizio 2019 e che ben rappresenta la struttura settoriale ed economico-patrimoniale delle società italiane. Le tre ipotesi di fondo per la stima dei dati di bilancio sono relative alla dinamica dei ricavi, dei costi operativi e alla gestione non-operativa nel 2020: a) i ricavi 2020 sono stimati sulla base dei ricavi 2019, al netto della variazione settoriale osservata al termine del 2020 (MEF - Dipartimento delle Finanze - Aprile 2021); b) per la stima dei costi operativi 2020 per ciascuna società, partiamo dai costi operativi riportati nel 2019 e applichiamo il coefficiente di flessibilità dei costi rispetto alla variazione dei ricavi 2020; c) la gestione non-operativa nel 2020 replica quella osservata nel 2019.

2 Le società sottocapitalizzate hanno patrimonio netto al di sotto dei minimi legali rispetto alla forma giuridica adottata.

Per arginare le più gravi conseguenze su lavoratori e imprese e preservare la capacità produttiva, tra marzo 2020 e luglio 2021 il Governo italiano ha realizzato una consistente e articolata manovra di espansione fiscale finanziata in larghissima misura con maggiore indebitamento pubblico e, soprattutto nei primi mesi della pandemia, con un'emissione di garanzie pubbliche a favore delle imprese di dimensione eccezionale (MEF, 2021). I provvedimenti del Governo erano essenzialmente orientati a garantire l'ampliamento dell'esposizione debitoria delle imprese e ad assorbire parte del peggioramento dei margini operativi attraverso diverse forme di cassa integrazione, contributi in conto esercizio e in conto capitale con diverse finalità specifiche. L'ampliamento del ricorso all'indebitamento, favorito dalle garanzie pubbliche, aveva lo scopo di assicurare un flusso di liquidità finalizzato a fronteggiare gli effetti immediati della crisi, consentendo altresì il ricorso a moratorie per i debiti finanziari già in essere.

Queste misure, indubbiamente necessarie nell'immediato, comportano una serie di controindicazioni nel medio e lungo termine (G30, 2020), alle quali si deve aggiungere un rischio specifico per l'Italia e per tutti i Paesi con problemi strutturali che caratterizzano le imprese (e parte del sistema bancario), quali l'alto indebitamento e, in generale, la fragilità della struttura finanziaria e patrimoniale (OECD, 2021). Infatti, l'ampliamento del ricorso all'indebitamento delle imprese ha aggravato lo squilibrio patrimoniale nel rapporto dei mezzi propri rispetto ai mezzi di terzi, che caratterizza da diversi anni un'ampia fetta delle attività produttive italiane e, per questa via, rischia di riacutizzare il problema dei crediti deteriorati del settore bancario (Banca d'Italia, 2021a)³.

L'esperienza del nostro Paese nella crisi 2008-2012 evidenzia come il circuito vizioso tra peggioramento degli squilibri finanziari delle imprese e deterioramento della stabilità del settore bancario costituisca un ulteriore rischio sistemico per gli effetti sull'economia reale e per gli ulteriori riflessi che avrà sulla finanza pubblica (Banca d'Italia, 2021b). È opportuno sottolineare che, rispetto all'esperienza del 2008-2012, nella situazione attuale oltre all'impatto indiretto della crisi sulla finanza pubblica, attraverso la contrazione delle entrate e l'espansione delle spese, si manifesterà un impatto diretto (sebbene differito), per effetto dell'inedita estensione di garanzie pubbliche sui crediti bancari⁴.

Non va, infine, sottovalutato un ulteriore rischio. Come è noto, il nostro Paese è affetto, da almeno un quarto di secolo, da una strutturale caduta della produttività totale dei fattori. Diversi autorevoli studi corroborano l'idea che i principali elementi che contribuiscono al deficit di produttività dei Paesi periferici dell'Eurozona e, in particolare, dell'Italia vadano ricercati, oltre che in problemi sistemici che affliggono tutte le imprese (ad esempio, la complessità del sistema tributario, l'inefficienza della pubblica amministrazione e la lentezza dei procedimenti giudiziari), nelle caratteristiche strutturali delle singole imprese che sono all'origine dell'eterogeneità nella loro performance e, in particolare, la struttura patrimoniale (Calligaris et al., 2016;

3 Il peggioramento del merito di credito delle imprese il cui indebitamento bancario è garantito dallo Stato pone, peraltro, un problema di futura contabilizzazione nei bilanci delle banche dei crediti deteriorati. Infatti, un credito deteriorato ma con garanzia sottostante dello Stato comporta solo una dilazione finanziaria. Su questo aspetto, gli organismi di contabilità non si sono ancora espressi, ma è probabile che sia un fattore di ulteriore complicazione degli effetti delle garanzie pubbliche sui bilanci bancari e sulla finanza pubblica.

4 Nell'esperienza dell'ultima crisi, la garanzia dello Stato sui bilanci bancari era, ovviamente, implicita e ha consentito ai diversi governi di regolare le soluzioni ex post.

Gopinath et al., 2017). Alla luce di queste considerazioni e, soprattutto, dell'esperienza post-crisi 2008-2012, l'estensione delle garanzie pubbliche rischia di produrre, nel medio e lungo periodo, l'effetto perverso di comprimere ulteriormente la competitività del nostro Paese, attraverso il peggioramento degli squilibri finanziari delle imprese.

Alcune misure volte a favorire la patrimonializzazione delle imprese, introdotte dal Governo italiano sin da maggio 2020 e, più recentemente, da alcuni governi regionali, vanno nella direzione più adeguata a risolvere in maniera strutturale i problemi aggravati dalla crisi attuale. Tuttavia, per l'eccessiva articolazione degli interventi e per la loro insufficiente dimensione finanziaria, queste misure sono probabilmente inadatte a compensare l'impatto complessivo della crisi sull'assetto finanziario delle imprese e soprattutto delle piccole e medie imprese (PMI) e, nel medio termine, del settore bancario e sulla finanza pubblica (Banca d'Italia, 2020; Confindustria, 2021). L'insufficienza dell'intervento a favore della capitalizzazione delle imprese rischia, peraltro, di compromettere l'efficacia delle stesse misure incluse nel *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR).

Il sostegno statale alla ricapitalizzazione delle imprese italiane pone anche ulteriori problemi connessi, da un lato, a ineludibili scelte distributive e, dall'altro, al rischio – molto concreto considerata l'esperienza recente di intervento pubblico in grandi imprese – che il sostegno statale in centinaia di migliaia di imprese travalichi i legittimi obiettivi di politica industriale, ambientale e di sviluppo e si traduca in un'indebita ingerenza diretta degli attori politici nelle scelte di allocazione delle risorse, che potrebbe comportare ulteriori perdite di produttività nel lungo termine.

Le considerazioni precedenti evidenziano come un intervento di sistema finalizzato a favorire la ricapitalizzazione delle imprese sia oltre che una pressante necessità, anche un'importante opportunità per porre rimedio ad alcuni problemi strutturali del tessuto produttivo italiano, con particolare attenzione alle PMI. Infatti, l'esigenza di ricapitalizzare le imprese con il supporto diretto e indiretto della finanza pubblica può consentire di intervenire in profondità e con rapidità sul problema dell'alto debito delle PMI e, allo stesso tempo, di stimolare efficacemente i processi di aggregazione e riconversione produttiva che limitano da molti anni (certamente ben prima della crisi del 2008) la crescita della produttività italiana.

Per cogliere l'opportunità di rilanciare la crescita e la resilienza del tessuto produttivo italiano, in linea con gli obiettivi del PNRR, in questo lavoro proponiamo un intervento straordinario e di sistema per la ricapitalizzazione e la ristrutturazione delle imprese (sezione 2) capace di raggiungere i seguenti obiettivi generali:

1. contenere l'incertezza sulla finanza pubblica, attraverso il disegno di una strategia di uscita dall'attuale vasto programma di garanzie pubbliche sui crediti bancari alle PMI e la definizione delle risorse pubbliche che, su un orizzonte pluriennale, andranno a sussidiare direttamente o indirettamente la ricapitalizzazione delle imprese italiane;
2. ridurre in maniera consistente l'indebitamento (anche pre-COVID-19) delle imprese italiane, valorizzando le capacità imprenditoriali ma correggendone le principali insufficienze dal punto di vista della competitività, in particolare attraverso un processo di managerializzazione che porti a modifiche nel modello di business, laddove necessario;

3. coinvolgere il settore finanziario e bancario (senza aumentare il ricorso all'indebitamento bancario delle imprese) che, dal successo di una simile operazione, trarrebbe ulteriori vantaggi di consolidamento patrimoniale, prevenzione dei rischi sistemici e miglioramento delle prospettive di redditività associate ai crediti verso le imprese che attualmente si trovano in difficoltà economiche, finanziarie e patrimoniali.

La sezione 3 analizza le recenti misure adottate dal Governo italiano, evidenziando le criticità di un approccio non sistematico e, per converso, la necessità di un intervento di sistema. La sezione 4 contiene alcune considerazioni conclusive.

2. IL DISEGNO DI UN INTERVENTO DI SISTEMA

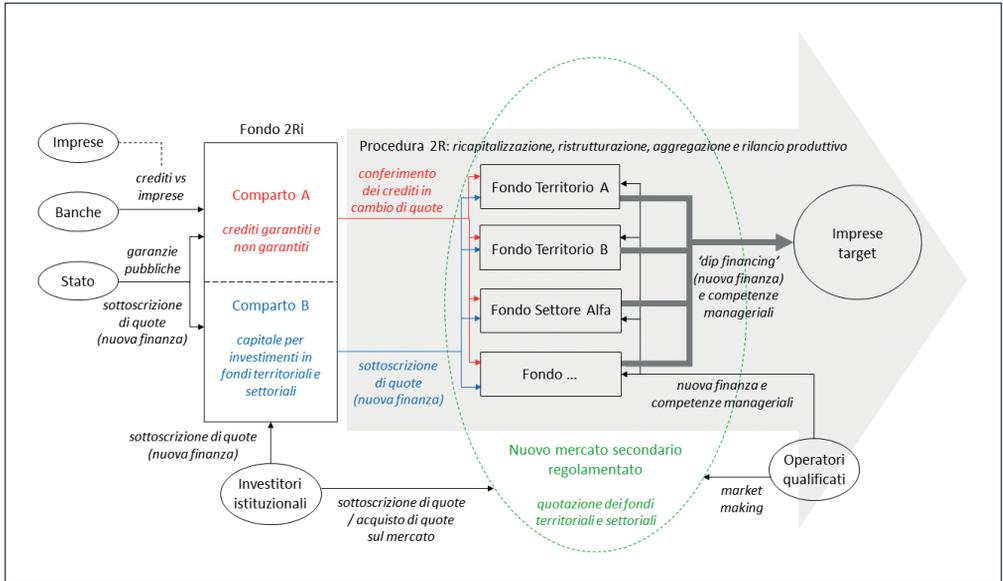
Andando oltre il problema dell'assorbimento degli effetti immediati del COVID-19 sui bilanci delle imprese, in questo lavoro proponiamo un intervento di sistema (di seguito "schema"). Lo schema, illustrato nella Figura 1, dovrà favorire, mediante norme tese a integrare e completare il quadro normativo nazionale ed europeo esistente⁵, una ricapitalizzazione consistente e accelerata delle imprese e soprattutto delle PMI, contribuendo a porre i presupposti per:

1. avviare i processi di ristrutturazione e aggregazione funzionali sia al mantenimento della capacità produttiva che al rilancio della produttività del tessuto imprenditoriale italiano e all'innovazione dei modelli di business;
2. modificare la struttura finanziaria delle imprese, riducendo l'esposizione debitoria complessiva verso il sistema bancario;
3. rafforzare la situazione patrimoniale delle imprese, favorendo un flusso regolare di capitale di rischio per le esigenze di investimento delle imprese nel tempo.

Nel lungo periodo, l'intervento di sistema favorirà la crescita della redditività delle imprese e, in generale, una migliore performance dei sistemi socioeconomici territoriali in termini di crescita del reddito, dell'occupazione, della competitività, della coesione sociale e del gettito fiscale.

⁵ È necessario individuare un insieme di interventi di minor impatto sull'assetto normativo attuale che siano comunque efficaci, al fine di evitare di ricorrere a una riforma complessiva del quadro giuridico che potrebbe determinare un allungamento dei tempi di realizzazione dello schema delineato. In particolare, valorizzando la centralizzazione dei crediti delle singole banche nel "Fondo 2Ri", alcuni interventi normativi ad hoc potranno assicurare: procedure di ristrutturazione veloci; un processo decisionale in merito alle manovre di ristrutturazione estremamente breve; un risparmio di costi professionali delle procedure di ristrutturazione; un approccio prima industriale e poi finanziario, al fine di adottare le manovre industrialmente più appropriate anche a scapito dell'impatto finanziario sui creditori.

Figura 1: Schema pubblico-privato di ricapitalizzazione delle imprese



2.1. Il Fondo 2Ri

Lo schema si basa su un *Fondo per la Ricapitalizzazione e la Ristrutturazione delle Imprese* (di seguito “Fondo 2Ri”), costituito da Stato, banche, imprese e investitori istituzionali (a partire da quelli italiani e con sottoscrittori e asset in Italia, ad esempio, Cassa Depositi e Prestiti, fondazioni di origine bancaria, fondi pensione e casse di previdenza, fondi di investimento, ecc.) e gestito da una cabina di regia (di seguito “SGR di regia”).

Il Fondo 2Ri è strutturato in due comparti alimentati in modo diverso: nel comparto A, le banche conferiscono crediti verso imprese italiane sia garantiti (in tutto o in parte) dallo Stato che non garantiti⁶; nel comparto B, i diversi investitori istituzionali privati e pubblici conferiscono risorse finanziarie per sostenere con nuova finanza i processi di ristrutturazione delle imprese.

Lo Stato interviene nel Fondo 2Ri, anche attraverso sue articolazioni e nel rispetto della normativa europea sugli aiuti di Stato, con due strumenti. Da una parte, emette garanzie pubbliche, a partire dalla trasformazione delle garanzie già emesse nel corso dell’ultimo anno e mezzo, finalizzate a ridurre i rischi sulle partecipazioni nel comparto A del Fondo 2Ri⁷; dall’altra, investe nel comparto B del Fondo 2Ri, con un approccio di lungo termine e accettando rendimenti calmierati ma sempre a condizioni di mercato.

6 Il meccanismo descritto si estende ai soggetti finanziari ai quali le banche abbiano, nel frattempo, eventualmente ceduto i crediti (ad esempio, mediante operazioni di cartolarizzazione).

7 Questo strumento valorizza l’esperienza delle GACS (garanzie sulla cartolarizzazione delle sofferenze) degli scorsi anni.

2.1.1. La procedura di conferimento dei crediti bancari al Fondo 2Ri

Il conferimento dei crediti bancari al Fondo 2Ri richiede una procedura articolata che possiamo schematizzare come segue:

1. entro una finestra temporale prestabilita (ad esempio, un anno), ogni banca ha la facoltà di aderire allo schema, identificando i crediti da cedere al Fondo 2Ri sia garantiti che non garantiti dallo Stato, sulla base di criteri standard;
2. le imprese debtrici oggetto dell'ipotesi di cessione dei crediti sono chiamate a deliberare, attraverso i propri organi, entro una finestra temporale definita (ad esempio, tre mesi dalla proposta di intervento che dovrà essere formulata dalla SGR di regia a cui è affidata la gestione del Fondo 2Ri), se aderire alla *Procedura straordinaria di ricapitalizzazione e ristrutturazione* (di seguito "Procedura 2R"), introducendo, contestualmente alla decisione di adesione, tutti gli adeguamenti del proprio assetto giuridico eventualmente necessari per garantire il corretto funzionamento della Procedura 2R⁸;
3. per le imprese debtrici che hanno aderito alla Procedura 2R (di seguito "imprese target"), la banca conferisce al Fondo 2Ri i crediti ricevendo in cambio quote del Fondo stesso, il cui valore andrà definito e negoziato secondo criteri di *fair market value* e la cui rilevazione contabile e regolamentare (prudenziale) sia specifica e non risulti penalizzata anche grazie al ricorso a garanzie statali sul valore minimo;
4. per le imprese che non hanno aderito alla Procedura 2R, la banca potrà cedere i crediti anche a un veicolo di recupero dei crediti deteriorati: *unlikely to pay* (UTP) o *non performing loans* (NPL).

Come vedremo di seguito, l'intera procedura sarà guidata dalla SGR di regia. Inoltre, l'avvio e il buon funzionamento dello schema richiederanno norme apposite tese ad accompagnare e favorire l'investimento con un'ottica di medio e lungo termine e, in particolare, il conferimento dei crediti bancari⁹.

8 In particolare, la facoltà di trasformare i crediti in quote di partecipazione al capitale di rischio o altri strumenti finanziari partecipativi ovvero di debito subordinati, la sterilizzazione ad hoc delle norme sul gradimento dei soci, l'eventuale trasformazione della forma giuridica, ecc. La Procedura 2R potrà prevedere sia operazioni di aumento di capitale che l'emissione di strumenti finanziari di *quasi-equity*, finalizzati a ridurre l'indebitamento delle imprese fino a livelli fisiologici, iniettando liquidità e competenze manageriali funzionali alla creazione di valore.

9 Fanno indubbiamente parte degli strumenti tesi a incentivare l'investimento, in coerenza con la normativa sugli aiuti di Stato, le agevolazioni fiscali e/o meccanismi di garanzia statale per le banche che cedono i crediti e per gli investitori che apportano nuovo capitale di rischio, con un'ottica di investimento a medio e lungo termine, sottoscrivendo quote del Fondo 2Ri e dei "fondi territoriali e settoriali" descritti in seguito. Altri strumenti giuridici potranno rafforzare l'incentivo a aderire al Fondo 2Ri per le banche, per esempio: la prelazione a favore del Fondo 2Ri, laddove la banca creditrice intenda cedere o cartolarizzare il credito; la previsione di un meccanismo di "trascinamento" (*credit drag along*) che imponga alle banche di aderire allo schema quando così abbia determinato una maggioranza (più o meno qualificata) del ceto bancario, con riferimento ai crediti bancari verso ogni impresa che ha aderito alla procedura; fino ad arrivare all'ipotesi estrema, ma indubbiamente efficace, di "congelare" le azioni esecutive o cautelari in capo alla banca che non aderisce al Fondo 2Ri, con riferimento ai crediti verso le imprese che accettano l'avvio della procedura da parte di altri istituti bancari oppure con riferimento alle garanzie emesse dallo Stato sui crediti verso le imprese.

2.1.2. La determinazione del valore di cessione dei crediti

Uno degli aspetti cruciali ai fini del funzionamento dello schema è la definizione dei meccanismi di valutazione dei crediti oggetto di conferimento da parte delle banche. Dal processo di valutazione dei crediti dipenderà, infatti, il corrispettivo che ciascuna banca otterrà in termini di quote nel Fondo 2Ri a fronte dei crediti conferiti, l'estensione delle garanzie statali sul rendimento minimo delle quote stesse e, quindi, la convenienza per la singola banca a aderire allo schema sulla base dell'analisi rischio-rendimento atteso.

Il processo di valutazione dei crediti non può esulare da una serie di considerazioni di natura contabile, industriale (relative sia alla banca conferente che all'impresa target), fiscale e giuridico-regolamentare; altresì, deve necessariamente tener conto delle peculiarità del sistema produttivo e della contingenza che conferisce all'intervento un carattere di straordinarietà, a fronte della crisi economico-finanziaria innescata dalla pandemia e caratterizzata da un imponente intervento pubblico a sostegno dell'economia.

I crediti oggetto di conferimento da parte delle banche possono essere assistiti da garanzia o meno¹⁰. I crediti assistiti da garanzia – variabile tra l'80% e il 100% dell'importo erogato – andrebbero valutati a un valore prossimo a quello nominale, soprattutto nell'ipotesi di *expiry date* entro i sei anni previsti dalla copertura della garanzia statale. Tuttavia, lo stesso debitore può avere molteplici posizioni ed esposizioni nei confronti del comparto bancario e, tra queste, anche posizioni non garantite (anch'esse oggetto di cessione). Nel processo di valutazione si dovrà tener conto della diversa natura dei crediti conferiti e dei diversi profili di garanzia, laddove interesse della banca è il risanamento (*back to bonis*) del debitore e dunque di tutte le posizioni comprese quelle non garantite.

I crediti privi di garanzia possono riguardare sia debitori che hanno solo posizioni non garantite che debitori che hanno sia posizioni garantite che non garantite. Pertanto, una parte cospicua dei crediti potenzialmente oggetto di conferimento sarebbe rappresentata da crediti privi di garanzia statale e verosimilmente erogati prima della crisi sanitaria. Per tale classe di crediti, l'identificazione dei modelli di valutazione risponde a un *trade-off* implicito tra l'esigenza di adottare un approccio standardizzato, da applicare alla maggioranza o tutte le posizioni cedute dalle banche, e la necessità di una valutazione ad hoc, che contemperi le diverse caratteristiche di imprese, settore e localizzazione geografica. Se per certi aspetti appare ovvio – per ragioni di fattibilità – che i modelli di valutazione debbano essere improntati ad approcci standard, risulta altrettanto difficile e superficiale il ricorso a strumenti valutativi uguali per crediti e aziende di dimensioni e in condizioni profondamente diverse ovvero appartenenti a settori merceologici diversi e particolari. Un compromesso che appare percorribile è prevedere un sistema di valutazione a matrice che preveda la formazione di gruppi di crediti omogenei per settore merceologico, per area geografica, per dimensione d'impresa e per valore contabile

10 Una distinzione tra le due classi di crediti è necessaria e risponde alle logiche proposte sia dall'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) che dalla Banca Centrale Europea. Il riferimento è al *Public Statement* dell'ESMA del 25 marzo 2020 "Accounting implications of the COVID-19 outbreak on the calculation of expected credit losses in accordance with IFRS 9", nel quale l'Autorità suggerisce alle banche di deviare – laddove opportuno – dagli stringenti modelli di valutazione dei crediti, secondo il principio contabile IFRS 9 nell'ipotesi di crediti supportati da garanzia statale (cosiddetti *credit enhancement*).

netto (o lordo)¹¹. L'adozione di algoritmi standard per i crediti di piccole dimensioni o per diversi settori industriali o aree geografiche è in linea con la prassi consolidata, mentre sarà necessario adottare metodi più analitici per i crediti e le imprese di maggiore dimensione.

La maggior parte dei crediti deteriorati ceduti negli anni scorsi dal comparto bancario è costituita da posizioni NPL, diverse dagli UTP, e ha seguito lo schema tradizionale delle operazioni di cartolarizzazione. La diversa natura dei crediti UTP impone un approccio differente rispetto a quanto previsto per la gestione di NPL¹² (Carrière, 2020). Le operazioni di cessione di UTP che sono state realizzate sinora hanno interessato un selezionato portafoglio di aziende e unicamente i crediti cosiddetti strutturati o consolidati, restando esclusi i crediti rotativi (ad esempio, scoperti di conto corrente, anticipi fatture, anticipi *import-export* e crediti di firma) che restano normalmente presso le banche originarie, salvo casi particolari.

Il processo di valutazione dei crediti UTP destinati al conferimento è cruciale anche ai fini della trasformazione di una parte dell'attivo bancario costituito da crediti (assistiti o meno da garanzie statali) in forme di investimento di tipo *equity* nel Fondo 2Ri. Dopo il conferimento, le banche avranno nel proprio bilancio quote del Fondo e non più crediti verso lo Stato (o verso imprese, ma comunque garantiti dallo Stato). Questo processo è, peraltro, in linea con gli inviti delle Autorità monetarie europee alle banche di avviare una progressiva riduzione degli investimenti complessivi nei confronti degli Stati membri.

Per comprendere meglio il ruolo dei diversi attori nella complessa operazione di intervento statale per fronteggiare gli effetti del COVID-19 sul sistema economico-finanziario italiano, occorre tener presente che, attraverso il rilascio delle garanzie statali a supporto dei debitori, le banche hanno visto ridursi i propri rischi, pur mantenendo il credito UTP nel proprio bilancio e quindi i relativi flussi economici e finanziari¹³. Tuttavia, in base a una valutazione dei costi e dei rischi per le banche derivanti da un eventuale contenzioso con il soggetto garante, ma anche una valutazione relativa all'intera posizione debitoria comprendente anche crediti non garantiti, l'interesse di medio e lungo termine delle banche è il ritorno *in bonis* del debitore, che non può realizzarsi con schemi di cessione quali la cartolarizzazione che hanno per obiettivo l'escussione delle garanzie e l'esclusione dell'imprenditore con una procedura spesso lunga e onerosa.

Lo schema proposto ha l'obiettivo (e l'ambizione) di fornire una soluzione *ex ante* anche a questo importante problema di valutazione per i bilanci delle imprese in crisi, i bilanci bancari e la stabilità della finanza pubblica a medio e lungo termine.

11 Gli approcci che ricorrono a *net book value* (NBV) o *gross book value* (GBV) sono largamente consolidati nella prassi bancaria per la determinazione del valore di cessione dei crediti.

12 I crediti UTP riguardano posizioni "vive" cioè rappresentano aziende che il più delle volte hanno un eccessivo livello di indebitamento, ma che pur sempre generano ricavi e pagano stipendi. La gestione dei crediti deteriorati UTP si ispira a principi distinti rispetto a quelli dettati per i crediti in sofferenza NPL, sia per quanto riguarda il creditore sia per quanto riguarda il soggetto incaricato alla loro gestione. Con riferimento ai crediti UTP, tanto le banche quanto il gestore hanno come obiettivo comune il ritorno *in bonis* del debitore e non, invece, la sua liquidazione con l'escussione delle garanzie. Questo aspetto è saliente data la finalità dello schema proposto.

13 Una riduzione dei rischi si traduce per il sistema bancario in minori *risk-weighted assets* (RWA) e quindi, in ultima istanza, in maggiore patrimonio netto (contabile e regolamentare). Questo aspetto è riscontrabile nei bilanci 2020 delle banche italiane (Banca d'Italia, 2021b).

2.1.3. La politica di gestione del Fondo 2Ri

La gestione del Fondo 2Ri è affidata a una SGR indipendente sulla base di un regolamento che delinea un'articolata ma ben definita politica di gestione. In particolare, la SGR di regia si occuperà, da una parte, di selezionare, mediante una procedura competitiva trasparente, le SGR alle quali affidare la gestione dei crediti verso le imprese target facenti parte del comparto A del Fondo 2Ri (di seguito "SGR operative") attraverso il conferimento di tali attività finanziarie a fondi territoriali e settoriali in cambio di quote dei fondi stessi; dall'altra, di usare le risorse del comparto B del Fondo 2Ri per procedere all'erogazione di nuova finanza a supporto dei processi di ristrutturazione delle imprese target attraverso la sottoscrizione di quote dei fondi territoriali e settoriali, che si aggiungono a quelle ottenute attraverso il conferimento dei crediti.

Inoltre, la SGR di regia si occuperà di definire le linee guida che dovranno essere recepite dai regolamenti dei fondi territoriali e settoriali e, in particolare, i criteri di remunerazione delle SGR operative che gestiranno gli stessi fondi in modo da incentivare il perseguimento delle finalità istituzionali del Fondo 2Ri che, a loro volta, sono la traduzione degli obiettivi di politica industriale¹⁴ ed eventuali ulteriori obiettivi di politica economica e sociale¹⁵ dello schema, definiti in maniera chiara e misurabile.

Infine, la SGR di regia si occuperà di alienare il portafoglio delle quote nei fondi territoriali e settoriali, derivanti dai comparti A e B del Fondo 2Ri, entro un arco di tempo congruo ma ben delimitato (ad esempio, un decennio), massimizzando il rendimento sul capitale del Fondo 2Ri.

2.2. I fondi territoriali e settoriali

Le competenze manageriali e gli interessi degli operatori istituzionali e finanziari presenti nei diversi territori e filiere produttive difficilmente possono essere riprodotti e utilizzati con efficacia in una struttura centralizzata. Per sfruttare e valorizzare queste competenze e interessi, il Fondo 2Ri seleziona, mediante una serie di aste competitive, le SGR operative alle quali assegnare la funzione di costituire e gestire i fondi territoriali e settoriali¹⁶ che sono finalizzati a realizzare i processi di ristrutturazione e ricapitalizzazione delle imprese target e operano secondo una logica di mercato. La scelta di delegare a numerosi fondi territoriali e settoriali queste funzioni riflette la caratteristica presenza di tante imprese piccole, medie e grandi dislocate sul territorio italiano, sottolineando la necessità di un'ordinata articolazione matriciale per la gestione delle imprese in crisi. Viceversa, l'utilizzo di un unico approccio valido per tutte le imprese, a prescindere dalla loro dimensione, tipologia e collocazione geografica, sarebbe destinato all'insuccesso.

È opportuno sottolineare che gli asset che costituiscono il comparto A del Fondo 2Ri, allocati ai fondi territoriali e settoriali, sono crediti (ex bancari) verso imprese target che

14 Per esempio, la crescita della capacità innovativa e della competitività delle imprese (in particolare, mediante il rafforzamento delle competenze manageriali e tecniche e operazioni di aggregazione e ristrutturazione del tessuto produttivo), la crescita del numero e della qualità dei posti di lavoro, il rafforzamento patrimoniale strutturale del tessuto imprenditoriale, ecc.

15 Per esempio, la transizione energetica, lo sviluppo territoriale diffuso e il rafforzamento di settori strategici.

16 Si tratta di istituzioni finanziarie assimilabili ad *asset management companies* regionali – simili agli strumenti evocati da Enria (2020) – con la differenza sostanziale che sono deputate alla gestione "industriale" (o ex ante) di crediti UTP, invece che alla gestione "finanziaria" (o ex post) di NPL.

necessitano di interventi di ricapitalizzazione, ristrutturazione, aggregazione e rilancio produttivo basati sull'apporto di nuove risorse finanziarie e competenze manageriali. L'approccio proposto, basato su SGR operative e fondi territoriali e settoriali, consente in particolare di adeguare i criteri di valutazione e gestione delle imprese alle loro specificità a partire dalla dimensione. Infatti, nelle imprese più piccole l'imprenditore non solo è sostanzialmente insostituibile ma spesso impossibile da affiancare. Quindi per queste aziende di piccole dimensioni ma numerose sarà necessario seguire modelli valutativi e di risanamento diversi da quelle di taglia maggiore.

Per realizzare le necessarie operazioni di trasformazione e rilancio della crescita delle imprese target (tipicamente piccole PMI), mediante l'identificazione di nuovi modelli di business e aggregazioni orientate alla crescita della competitività sui mercati internazionali, le SGR operative dovranno essere capaci di investire nelle imprese target nuova finanza reperita attraverso gli stessi fondi territoriali e settoriali. Come già evidenziato, una frazione della nuova finanza di questi fondi territoriali e settoriali deriverà dalla sottoscrizione di quote effettuata dallo stesso Fondo 2Ri, mediante l'allocazione di risorse provenienti dal comparto B del fondo stesso. Tuttavia, la maggior parte della nuova finanza che i fondi territoriali e settoriali saranno in grado di canalizzare nel rilancio del tessuto produttivo territoriale e nell'innovazione delle filiere produttive deriverà dalle sottoscrizioni di operatori finanziari territoriali o settoriali. L'ingresso del Fondo 2Ri nei fondi territoriali e settoriali è, comunque, subordinato all'adeguamento dei singoli regolamenti alle linee guida decise dalla SGR di regia, per allineare gli interessi dei fondi territoriali e settoriali a quelli del Fondo 2Ri, che, come descritto sopra, includono obiettivi di politica industriale, economica e sociale.

2.2.1. L'allocazione delle partecipazioni e del nuovo capitale ai fondi territoriali e settoriali

In base a un'analisi dettagliata dei crediti che costituiscono il comparto A del Fondo 2Ri (e delle corrispondenti imprese target), la SGR di regia potrà ripartire gli asset del comparto A in una serie di "lotti". Ciascuno di questi lotti, all'esito di un'asta competitiva, viene conferito al fondo territoriale o settoriale gestito dalla SGR operativa che ha vinto l'asta. La determinazione della SGR operativa che vince una singola asta avviene in base a due indicatori di valutazione delle proposte delle singole SGR candidate: la parte fissa del costo del servizio di gestione della SGR e la richiesta di sottoscrizione, con risorse a carico del comparto B del Fondo 2Ri, di ulteriori quote del fondo territoriale o settoriale gestito dalla stessa SGR.

La struttura del costo del servizio di gestione è definita ex ante dalla SGR di regia e viene recepita dai regolamenti dei fondi territoriali e settoriali gestiti dalle SGR operative. Essa si articola in una parte fissa – oggetto di valutazione anche nell'asta competitiva per la selezione delle SGR operative e dei fondi territoriali e settoriali – e una parte variabile collegata agli obiettivi di politica industriale, economica, ambientale e di sviluppo che la SGR operativa è impegnata a raggiungere nell'orizzonte temporale del mandato di gestione del fondo territoriale o settoriale¹⁷.

¹⁷ In coerenza con una prassi sempre più consolidata in ambito finanziario internazionale, una parte della remunerazione variabile dei gestori dei fondi dovrebbe essere ancorata al raggiungimento di specifici obiettivi

A conclusione della fase di selezione delle SGR operative e di costituzione dei fondi territoriali e settoriali, sia le attività finanziarie del comparto A che le risorse del comparto B del Fondo 2Ri saranno convertite in quote dei fondi territoriali e settoriali. In altri termini, il Fondo 2Ri opererà esclusivamente come “fondo di fondi”. Successivamente, la SGR di regia vigilerà sull’attuazione dei regolamenti dei fondi territoriali e settoriali, con i normali strumenti di un quotista, e gestirà la dismissione delle quote degli stessi fondi, con tempi e modi coerenti con il perseguimento degli obiettivi istituzionali del Fondo 2Ri.

2.3. Il nuovo mercato del capitale di rischio a supporto delle PMI italiane

A seguito dell’individuazione delle SGR operative e della sottoscrizione da parte del Fondo 2Ri delle quote dei fondi territoriali e settoriali, questi ultimi deterranno quote di partecipazione e altri strumenti finanziari nelle imprese target, derivanti dalla trasformazione dei crediti originariamente conferiti dalle banche al Fondo 2Ri e dall’investimento di nuova finanza. In altri termini, i fondi territoriali e settoriali affiancheranno e supporteranno i proprietari iniziali delle singole imprese target nella gestione della trasformazione e del rilancio delle stesse, impiegando le tecniche tipiche del *dip financing*¹⁸.

Per converso, il Fondo 2Ri non conserverà alcun controllo diretto sulle singole imprese target. Tuttavia, almeno nella fase iniziale dello schema descritto, il Fondo 2Ri è il principale sottoscrittore dei fondi territoriali e settoriali. Una volta assicurata la prospettiva economica e patrimoniale delle imprese target e poste le premesse per la ricostruzione del tessuto produttivo, assicurando il necessario supporto manageriale e finanziario e un congruo orizzonte temporale per la gestione del *turnaround*, è necessario individuare gli strumenti per dare “liquidità” al mercato delle quote dei fondi territoriali e settoriali e, quindi, delle stesse quote del Fondo 2Ri.

Un primo meccanismo che naturalmente genererà liquidità delle quote del Fondo 2Ri e dei fondi territoriali e settoriali è costituito dalle stesse garanzie statali sul rendi-

ambientali, sociali e di governance (ESG). Infatti, un numero crescente di società prevede l’introduzione di un sistema di remunerazione dei dirigenti connesso agli indicatori ESG. Al fine di migliorare il quadro normativo dell’Unione Europea in materia di governo societario incorporando considerazioni ESG nella remunerazione dei dirigenti, la Commissione Europea ha promosso una consultazione pubblica sulla *Sustainable Corporate Governance* (PRI, 2021). Inoltre, coerentemente con i requisiti previsti dal Regolamento UE 2019/2088 (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*), gli operatori finanziari dovrebbero diffondere informazioni su come le politiche di remunerazione siano coerenti con l’integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi di investimento.

¹⁸ Considerato che l’asset fondamentale dello schema proposto sono i crediti deteriorati (UTP), che non sono (ancora) NPL, l’impresa target (debitore) ha rapporti di vario genere con il settore bancario, per natura, scadenza, garanzie. È importante sottolineare che i crediti che si riferiscono all’operatività quotidiana quali le *revolving credit facilities* (RCF, ad esempio, anticipi e sconti fatture, anticipi su lettere di credito, *riba*, ecc.), ma anche alla gestione dei crediti di firma (cosiddetta *bondistica*), al rilascio di lettere di credito, ecc. sono affidati e gestiti da banche o società autorizzate. Oltre ai limiti giuridici imposti dalla riserva di legge per questo genere di operazioni finanziarie, va tenuto conto che la gestione di quelle linee di credito richiede un particolare sistema informativo e infrastruttura IT che troviamo nelle banche ma non nei fondi. È pertanto necessario che tali attività, seppure trasferite (con specifiche e separate valutazioni), continuino a essere gestite da una banca, la cosiddetta *fronting bank* attraverso lo schema del “credito passante”. In questa prospettiva, è opportuno prevedere nello schema, da un lato, che le banche cedenti possano continuare a svolgere il ruolo di *fronting bank* e, dall’altro, individuare strutture bancarie che svolgano queste importanti funzioni quando la banca cedente non sia interessata a farlo.

mento minimo delle quote del Fondo 2Ri, derivanti dalla trasformazione delle garanzie già emesse sui crediti che costituiscono il comparto A del Fondo 2Ri, successivamente conferiti nei fondi territoriali e settoriali, e da eventuali ulteriori garanzie che si rendessero necessarie per favorire il funzionamento dello schema (ad esempio, per superare eventuali problemi connessi allo scambio tra crediti ceduti e quote del Fondo 2Ri nei bilanci delle banche).

Un secondo meccanismo è la quotazione dei fondi territoriali e settoriali su un “mercato secondario regolamentato” che assicuri un adeguato livello di liquidità mediante un sistema di *market making* basato sul coinvolgimento di operatori finanziari qualificati¹⁹. Nella misura in cui lo schema sia effettivamente in grado di assorbire e trasformare in quote di fondi tutti o parte prevalente dei crediti bancari deteriorati, l'obbligo di quotazione dei fondi territoriali e settoriali non dovrebbe creare effetti di “autoselezione” che potrebbero portare al fallimento dello schema stesso.

La liquidità del mercato secondario è un ingrediente essenziale dello schema in quanto, per un verso, favorisce nelle fasi iniziali l'afflusso di capitali da parte di diversi operatori finanziari e istituzionali ai fondi territoriali e settoriali e, quindi, anche al Fondo 2Ri; per un altro verso, rende trasparente e oggettivo ogni processo valutativo delle quote dei fondi territoriali e settoriali e, quindi, anche del Fondo 2Ri.

La creazione di un mercato secondario regolamentato e sufficientemente liquido per lo scambio delle quote dei fondi territoriali e settoriali consentirà alla SGR di regia di procedere alla “dismissione progressiva” delle quote del Fondo 2Ri nei fondi stessi in maniera efficiente. La dismissione potrà avvenire mediante un “mercato primario” strutturato attraverso aste o forme di collocamento sindacato. Per evitare di compromettere gli obiettivi istituzionali del Fondo 2Ri e della Procedura 2R, la SGR di regia procederà a una dismissione parziale, in modo da mantenere la maggioranza (o comunque una quota molto significativa) delle quote nei singoli fondi territoriali e settoriali, fino al completamento della maggior parte delle operazioni di ristrutturazione e rilancio delle imprese target. La rimanente parte delle quote dei fondi territoriali e settoriali sottoscritte dal Fondo 2Ri verrà dismessa alla conclusione dell'orizzonte di tempo della Procedura 2R (ad esempio, un decennio), per effetto della liquidazione dei fondi o, nei casi in cui questi fondi continuino a esistere, mediante operazioni di cessione sul mercato primario. La dismissione delle quote dei fondi territoriali e settoriali detenuti dal Fondo 2Ri consentirà di rimborsare progressivamente i sottoscrittori del Fondo stesso (sia del comparto A che del comparto B).

La creazione di un mercato secondario regolamentato dei fondi territoriali e settoriali consentirà, dopo il completamento della fase di *turnaround* per le singole imprese target, di sostituire negli assetti proprietari delle imprese ristrutturate gli stessi fondi con altri investitori a medio e lungo termine o altri soci industriali, rendendo strutturale l'ampliamento del ricorso al mercato del capitale di rischio per le PMI italiane.

Inoltre, lo stesso mercato secondario dei fondi dedicati alla gestione dei crediti deteriorati potrà giocare un ruolo, sebbene ridotto, anche dopo l'esaurimento dell'attua-

¹⁹ Per esempio, si potrebbe strutturare un nuovo segmento del “Mercato degli *Investment Vehicles*” (MIV) di Borsa Italiana basato su un modello di *market making* teso a garantire un'adeguata regolazione della liquidità. Diversi modelli di *market making* possono essere funzionali a questo scopo, considerando l'esperienza italiana e internazionale.

le crisi. Infatti, il fenomeno dei crediti UTP, per quanto patologico a livello di singole imprese, è fisiologico (con maggiore o minore intensità) a seguito dei cicli economici avversi non solo nel nostro Paese (OECD, 2021). Pertanto, la presenza di un mercato regolato favorirà il trasferimento dei crediti bancari ai vari stadi di deterioramento in modo ordinario, evitando cioè l'accumularsi delle posizioni che tendono a trasformarsi in NPL con effetti perversi sul sistema bancario ed economico e assicurando alle imprese la presenza di interlocutori qualificati per affrontare il cambiamento dei modelli di business e alle banche il continuo mantenimento di un elevato livello di qualità dei propri attivi. Allo stesso modo, le imprese target con migliore merito di credito, troveranno la disponibilità di risorse finanziarie per investimenti a medio e lungo termine da parte di investitori qualificati che non sarebbero altrimenti interessati a investire nelle singole imprese target. Infine, un simile mercato sarebbe utile per prevenire il ricorso a ulteriori interventi straordinari dello Stato come quello descritto in questo lavoro o quelli attuati nel decennio scorso per favorire il risanamento dei bilanci bancari.

3. OPPORTUNITÀ E CRITICITÀ DI UN INTERVENTO DI SISTEMA

Lo schema proposto ha come obiettivo ultimo il risanamento dell'impresa senza ricorrere alla sottrazione (in via definitiva) dell'impresa all'imprenditore, consentendo il recupero del tessuto imprenditoriale in modo che possa continuare a esprimere le proprie peculiarità e caratteristiche. Infatti, specialmente per le imprese artigianali di ridotte dimensioni, è difficile immaginare processi di managerializzazione che prevedano la sostituzione del piccolo imprenditore (a volte l'inventore) con un manager, con la conseguente scomparsa di produzioni tipiche e particolari.

L'intervento di sistema è motivato essenzialmente dai limiti dell'approccio fin qui utilizzato (paragrafo 3.1) ma il suo disegno deve attentamente valutare alcuni rischi che potrebbero emergere in fase di attuazione (paragrafo 3.2).

3.1. I limiti di un approccio non sistematico

Al fine di attenuare gli effetti della pandemia sull'economia e sulle imprese, il Governo ha introdotto una serie di misure finalizzate a mitigare l'impatto della crisi su redditività e patrimonializzazione delle imprese nel breve e medio termine. In particolare, le misure sono: a) l'erogazione di contributi a fondo perduto in conto esercizio, a parziale copertura dei costi e anche nella forma di riduzione degli oneri fiscali (mediante dilazione o cancellazione di alcuni tributi); b) il ricorso ad ammortizzatori sociali quali la cassa integrazione, con effetti analoghi ai contributi in conto esercizio; c) l'adozione di una serie di misure di sgravio fiscale o, nel caso delle imprese di maggiori dimensioni, di inter-

vento diretto dello Stato volte a favorire l'assorbimento delle perdite determinate dalla crisi mediante la ricapitalizzazione delle imprese; d) il potenziamento delle politiche di abbattimento dei debiti commerciali della pubblica amministrazione, già varate negli scorsi anni; e) la sospensione delle norme civilistiche in materia di obbligo di copertura delle perdite e, più in generale, di valutazione della continuità aziendale; f) l'estensione di alcuni di questi provvedimenti anche alle PMI e per periodi successivi al 31.12.2020; g) l'estensione di un'ampia garanzia pubblica sui debiti contratti dalle imprese con le banche al fine di non bloccare l'accesso al credito (Fondo di Garanzia).

Per comprendere gli effetti delle principali misure adottate dal Governo sui bilanci del 2020, consideriamo quattro interventi principali²⁰: estensione della cassa integrazione COVID (ex DL 104/20); contributo *one off* a copertura delle spese per utilizzo di beni di terzi (ex DL 34/20); contributo *one off* a parziale ristoro delle perdite conseguite nel mese di aprile 2020 (ex DL 34/20); sospensione (facoltativa) degli ammortamenti di asset tangibili e intangibili (ex DL 104/20).

Stimando i costi per ciascun intervento e i benefici in termini di imprese salvate da potenziale default rispetto all'ipotesi in cui lo Stato non avesse supportato le imprese, dall'analisi si evince che gli interventi sono eterogenei in termini di natura (*cash-based* oppure contabili), costo complessivo per le finanze pubbliche e capacità di ridurre il rischio (sistemico) di default di imprese colpite dalla crisi pandemica. Tra gli interventi che hanno comportato un aiuto diretto (*cash-based*) alle imprese, la cassa integrazione è quello predominante in termini di spesa complessiva e con un effetto benefico significativo sia in termini di numero di società salvate da potenziale default sia in termini di dipendenti salvati. L'impatto delle altre due misure, relative al contributo per ricavi mancati nel mese di aprile 2020 rispetto al medesimo periodo del 2019 e alla copertura di costi fissi per beni di terzi nel trimestre aprile-giugno 2020, è limitato. La quarta misura è di natura "solo" contabile e consente alle società di sospendere e rimandare le quote di ammortamento nel 2020 agli esercizi successivi. Pur nella difficoltà di stimare quali e quante società decideranno di perseguire questa strada, abbiamo ipotizzato che le società che soffriranno una perdita nel 2020 ritarderanno gli ammortamenti: il costo per lo Stato deriva dal mancato gettito fiscale (gli ammortamenti restano fiscalmente deducibili), con un impatto significativo in termini di società salvate dal default e per numero di dipendenti salvati.

Nel complesso, gli interventi governativi considerati sono costati poco più di 49 miliardi, con un effetto significativo sia sulle società potenzialmente a rischio default, che si riducono del 28% (su un totale di 153.681), ma soprattutto in termini di dipendenti, perché circa il 40% (sui 1.383.020 considerati a rischio) sarebbe stato salvato dalle misure considerate.

Infine, per effetto delle misure introdotte dal Governo, una parte cospicua di questa maggiore esposizione debitoria verso le banche è garantita dallo Stato. Quindi, nei prossimi mesi e anni, una quota significativa del rischio di default delle imprese sarà a carico della finanza pubblica. Tuttavia, le misure adottate non saranno in grado di sterilizzare

²⁰ La scelta dei quattro interventi è dettata dalla loro rilevanza quantitativa, in termini di numero di società potenzialmente interessate, e dalla possibilità di stimarne gli effetti a livello micro di singola impresa per il 2020. Gli interventi di natura fiscale sono per definizione dilatati nel tempo, e per questo solo parzialmente rilevanti per le finalità qui perseguite.

la formazione di nuovi crediti bancari deteriorati, come evidenzia il dibattito europeo in materia di *asset management companies*.

L'estensione delle garanzie pubbliche²¹ aveva lo scopo di favorire l'afflusso di liquidità alle imprese. Tuttavia, il ricorso massiccio alle garanzie pubbliche aggrava i problemi di agenzia che caratterizzano le relazioni finanziarie tra banche e imprese. Le banche hanno sfruttato questi provvedimenti per ridurre il rischio dei propri portafogli crediti – con effetti positivi sul patrimonio regolamentare – spostando a carico del bilancio dello Stato una parte consistente dei rischi che, in condizioni normali, avrebbero dovuto sopportare. Inoltre, le garanzie pubbliche possono aver attenuato gli incentivi delle banche a esercitare un'efficace analisi dei rischi sulle imprese finanziate oltretutto a perseguire efficaci iniziative di recupero del credito. L'effetto di questi comportamenti inoltre rende più incerti i tempi di emersione e la dimensione effettiva dell'onere dei provvedimenti adottati per la finanza pubblica (Banca d'Italia, 2021b).

L'analisi illustra come gli interventi emergenziali abbiano avuto effetti positivi, contribuendo nel breve periodo a evitare la perdita di capacità produttiva, imprese e posti di lavoro durante il 2020, accompagnati purtroppo da effetti collaterali prevalentemente finanziari che nel tempo non saranno sostenibili (G30, 2020). In primo luogo, un elevato impatto sull'accumulazione di debito pubblico che, sebbene consistente nel 2020, è solo parte dell'impatto di lungo periodo. Infatti, il peggioramento della situazione finanziaria delle imprese²² e, quindi, la formazione di nuovi crediti UTP rischia di provocare nel breve e medio periodo la trasformazione di questi in nuovi NPL (Enria, 2020), con effetti a catena di limitazione dell'erogazione di credito alle imprese e alle famiglie e di assorbimento di risorse pubbliche, sia direttamente, quando le garanzie pubbliche verranno escusse per il default delle imprese, che indirettamente, per effetto del minor gettito derivante dalla tassazione di redditi di imprese e famiglie.

Un intervento di sistema finalizzato a ristabilire adeguate condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale delle imprese sarebbe funzionale, in particolare, a garantire l'efficacia del PNRR. Alcune misure già introdotte dal Governo italiano nel 2020 vanno in questa direzione²³. Tuttavia, gli strumenti introdotti riguardano poco meno del 5% delle imprese e, più in generale, i numerosi interventi a favore del rafforzamento pa-

21 Questo intervento è stato realizzato, poco dopo l'attivazione delle misure di *lockdown*, mediante i DL 18/2020 (c.d. Decreto "Cura Italia") e 23/2020 (c.d. Decreto "Liquidità"), e rafforzato nei mesi successivi con i DL 34/2020 (c.d. Decreto "Rilancio") e 104/2020 (c.d. Decreto "Agosto") e in ultimo con la Legge di bilancio 2021 (L 178/2020). Secondo le stime ufficiali più recenti della "Task Force per le misure a sostegno della liquidità", da marzo 2020 a ottobre 2021, sono pervenute da imprese, artigiani, autonomi e professionisti circa 2,5 milioni di richieste di garanzie pubbliche per un valore complessivo di oltre 204,5 miliardi di euro relativi al Fondo di Garanzia PMI (Comunicato Stampa n. 192 del 20 ottobre 2021).

22 Le aziende che riusciranno a sopravvivere grazie alle importanti iniezioni di liquidità andranno incontro a ingenti perdite, con conseguenze dirette: a) peggioramento dei *rating* economico-finanziari per effetto di *leverage* elevati, con la conseguente difficoltà di accesso ai consueti canali bancari e/o necessità di aumenti del capitale in condizioni di contrazione del sistema finanziario; b) erosione del patrimonio netto delle aziende per oltre 1/3 e/o patrimonio netto negativo rendendo necessaria la ricapitalizzazione delle aziende. La conseguenza prevista dal Codice civile, allorché una perdita intacca il capitale sociale e lo porta al di sotto del limite legale, può comportare la messa in liquidazione della società (artt. 2446 e 2447 del C.C.) in assenza di provvedimenti volti alla trasformazione o reintegro del capitale.

23 Per esempio, il patrimonio destinato di CDP S.p.A. per supportare la ricapitalizzazione di società con ricavi annui superiori a 50 milioni o il fondo investimenti PMI di Invitalia per supportare gli investimenti delle imprese con ricavi superiori ai 10 milioni di euro che decidono di ricapitalizzare.

trimoniale delle PMI appaiono finanziariamente insufficienti e rischiano di essere poco efficaci dal punto di vista della capacità di incidere sulla solidità patrimoniale e sulla competitività di interi comparti produttivi italiani. Molti strumenti introdotti durante la crisi pandemica (ma anche negli anni precedenti) si basano, infatti, su meccanismi di sgravio fiscale che per funzionare e generare “effetti di sistema” avrebbero bisogno di un efficiente mercato del capitale di rischio. Diversi studi mostrano come questa ipotesi non sia valida nel caso dell’Italia e, soprattutto, come il ricorso al capitale di rischio, che già segue una tendenza decrescente a livello globale, rischia una battuta d’arresto per effetto della crisi attuale (OECD, 2021).

3.2. I vincoli di un intervento di sistema

Il disegno di un intervento di sistema per la ricapitalizzazione delle PMI, basato necessariamente sull’intervento dello Stato e sul coinvolgimento del settore bancario e del mondo imprenditoriale, deve affrontare alcuni nodi problematici.

In primo luogo, la difficoltà di disegnare un intervento incisivo dello Stato nel capitale di un’ampia fetta delle imprese è riassumibile nel seguente *trade-off*. Da un lato, una “ricapitalizzazione a pioggia” – cioè, l’investimento senza alcun controllo a garanzia degli obiettivi di interesse pubblico (ad esempio, salvaguardia dei posti di lavoro, riconversione industriale e accrescimento del potenziale innovativo) – rischierebbe di tradursi in uno sperpero di denaro pubblico, perché sosterebbe anche imprese che non realizzeranno investimenti e piani di ristrutturazione delle proprie attività. Al contrario, un “controllo attivo” da parte dello Stato delle partecipazioni in centinaia di migliaia di imprese rischierebbe di favorire, nel medio termine, pericolose commistioni tra politica e affari, compromettendo del tutto il raggiungimento dell’obiettivo della maggiore produttività.

Un ulteriore *trade-off* che va considerato riguarda le modalità di coinvolgimento del settore bancario. Per un verso, le banche non possono essere costrette a partecipare al meccanismo di ricapitalizzazione delle PMI attraverso il conferimento dei crediti deteriorati. D’altra parte, la completa volontarietà di una simile scelta potrebbe comportare problemi di selezione avversa capaci di inibire del tutto un simile meccanismo. È, quindi, necessario definire un quadro di incentivi compatibile con le regole di vigilanza bancaria, la sostenibilità della finanza pubblica e la tollerabilità sociale di ogni forma di supporto al settore bancario.

Infine, è necessario che il meccanismo di ricapitalizzazione delle PMI induca le imprese stesse a partecipare. Questo vincolo è indubbiamente molto sensibile dal punto di vista politico. Tuttavia, va considerata l’alternativa più realistica (ed effettivamente già ampiamente praticata) che gran parte dei crediti deteriorati siano cartolarizzati e ceduti a operatori specializzati nella gestione finanziaria degli stessi, con effetti molto rilevanti sulla limitazione delle prospettive di rilancio delle imprese oggetto di simili operazioni senza che gli imprenditori possano, in alcuna maniera, opporsi o, almeno, esprimere il proprio punto di vista²⁴. Alle imprese viene offerta l’opportunità di aderire a uno schema finalizzato alla salvaguardia della capacità produttiva e imprenditoriale, anche eventual-

²⁴ Sul tema della gestione dei crediti deteriorati, occorre altresì tener presente i limiti e i vincoli contenuti nella proposta di Direttiva già approvata dal Parlamento europeo relativa ai gestori di crediti, agli acquirenti di crediti e al recupero delle garanzie reali.

mente attraverso processi virtuosi di aggregazione e trasformazione, in alternativa agli schemi di gestione dei crediti deteriorati attualmente esistenti.

4. CONCLUSIONI

Il riequilibrio strutturale del rapporto tra capitale di rischio e debito delle imprese italiane è un'importante preconditione per innalzare il tasso di innovazione, resilienza e competitività del tessuto produttivo italiano.

Per bilanciare i rischi e i benefici di una ricapitalizzazione delle PMI con risorse e coordinamento pubblici, il meccanismo proposto è basato sulla creazione di un *Fondo per la Ricapitalizzazione e la Ristrutturazione delle Imprese*, costituito da Stato, banche, mondo delle imprese e altri investitori istituzionali. Si tratta di attori importanti dell'economia con interessi convergenti e allineati ma con ruoli distinti, che in questo contesto svolgerebbero la funzione di investitori "pazienti". Il loro intervento coordinato dallo Stato e implementato secondo logiche di mercato, nel rispetto dei diversi ruoli, porta a conseguire effetti positivi per l'intera collettività oltre che vantaggi diretti per ciascuno degli attori coinvolti. In particolare, il meccanismo ha diverse possibili ricadute in termini di salvaguardia del sistema produttivo italiano, sviluppo del mercato del capitale di rischio per le PMI italiane e contenimento della propagazione della crisi sul sistema finanziario e sulla finanza pubblica.

Inoltre, per garantire una gestione competente delle attività finanziarie conferite al Fondo 2Ri e mitigare i rischi di ingerenza diretta dello Stato nelle scelte di allocazione del capitale nelle singole imprese, il Fondo 2Ri è gestito da una SGR di regia indipendente che si avvale di un sistema di SGR operative dedicate alla costituzione e gestione di fondi territoriali e settoriali, che operano secondo una logica di mercato e un orientamento al rendimento di medio-lungo periodo.

Il meccanismo illustrato non prevede la destinazione di ulteriori risorse finanziarie pubbliche e consente di: 1) prevenire l'impatto sulla finanza pubblica dell'escussione delle garanzie pubbliche già erogate e della formazione di nuovi crediti bancari deteriorati; 2) realizzare importanti interventi di politica industriale e di sviluppo (ad esempio, transizione energetica, agevolazione di investimenti in aree svantaggiate, supporto al trasferimento tecnologico dall'Università alle imprese, innovazione, ecc.) secondo logiche trasparenti di intervento; 3) garantire l'immissione di capitale privato nei processi di ricostruzione del tessuto produttivo italiano, favorendo allo stesso tempo il rafforzamento del mercato dei capitali a supporto delle PMI; 4) favorire il protagonismo delle imprese nel processo di ristrutturazione del tessuto produttivo italiano; 5) creare nuove opportunità di impiego qualificato (ad esempio, manager con esperienza) proprio nei settori che sono i più colpiti dai piani di esodo aziendale.

In assenza di un intervento di sistema come quello proposto, l'uscita dall'attuale programma di garanzie statali sui crediti bancari (che, verosimilmente, dovrà essere adot-

tata nell'arco di pochi anni, quando il quadro economico dei Paesi dell'Unione Europea e dell'Eurozona migliorerà) sarà, necessariamente, realizzata con l'assetto attuale del segmento dell'industria finanziaria italiana che gestisce i crediti bancari deteriorati, che è caratterizzato da operatori specializzati nella gestione finanziaria del credito e non nell'accompagnamento della gestione industriale delle imprese debentrici, rischiando di compromettere la capacità produttiva e la coesione sociale del nostro Paese.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Banca d'Italia (2020), *Memoria della Banca d'Italia su "AC n. 2500, Conversione in legge del decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34, recante misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all'economia, nonché di politiche sociali connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19"*, Commissione V (Bilancio, tesoro e programmazione), Camera dei Deputati, 8 giugno 2020.
- Banca d'Italia (2021a), *Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19*, Testimonianza del Capo del Servizio Stabilità finanziaria della Banca d'Italia A. De Vincenzo, Commissione Permanente VI (Finanze) della Camera dei Deputati, 18 marzo 2021.
- Banca d'Italia (2021b), *Relazione annuale – anno 2020*, 31 maggio 2021.
- Buchetti B., Parbonetti A., Pugliese A. (2022), *Covid-19, Corporate Survival and Public Policy: The Role of Accounting Information and Regulation in the Wake of a Systemic Crisis*, *Journal of Accounting and Public Policy*, 41 (1), 106919.
- Calligaris S., del Gatto M., Hassan F., Ottaviano G.I.P., Schivardi F. (2016), *Italy's Productivity Conundrum: A Study on Resource Misallocation in Italy*, *European Economy Discussion Papers*, 030, European Commission.
- Carletti E., Oliviero T., Pagano M., Pelizzon L., Subrahmanyam M.G. (2020), *The COVID-19 Shock and Equity Shortfall: Firm-level Evidence from Italy*, *The Review of Corporate Finance Studies*, 9, 534–568.
- Carrière P. (2020), *"Restructuring Funds": an alternative tool for a systemic approach to active management of Unlikely to Pay (UTP)*, BAFFI CAREFIN Working Papers, 20132, BAFFI CAREFIN Centre for Applied Research on International Markets, Banking, Finance and Regulation.
- Confindustria (2021), *Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19*, Vice Presidente di Confindustria per il Credito, la Finanza e il Fisco E. Orsini, 14 aprile 2021.
- De Socio A., Narizzano S., Orlando T., Parlapiano F., Rodano G., Sette E., Viggiano G. (2020), *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, Banca d'Italia, Note Covid-19, 13 novembre 2020.

- Enria A. (2020), *ECB: the EU needs a regional 'bad bank'*, Financial Times, 26 ottobre 2020.
- G30 (2020), *Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid: Designing Public Policy Interventions*, Group of Thirty.
- Gopinath G., Kalemli-Özcan S., Karabarbounis L., Villegas-Sanchez C. (2017), *Capital Allocation and Productivity in South Europe*, The Quarterly Journal of Economics, 132(4), 1915-1967.
- MEF (2021), *Documento di Economia e Finanza 2021*, Ministero dell'Economia e delle Finanze.
- OECD (2021), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, Corporate Governance, OECD Publishing, Paris.
- PRI (2021), *ESG-linked pay: Recommendations for investors*, 17 giugno 2021.



CAPITALE PRIVATO, ECONOMIA REALE E ISTITUZIONI FINANZIARIE A SUPPORTO DELLA TRASFORMAZIONE E INNOVAZIONE DEL PAESE, VERSO LA SOSTENIBILITÀ

*PRIVATE INVESTMENT, REAL ASSETS AND
FINANCIAL INSTITUTIONS TO SUPPORT ITALY'S
INNOVATION AND TRANSITION TOWARDS
SUSTAINABILITY*

Claudio Scardovi

Fondatore e Amministratore Delegato Hope Sicaf S.B. spa
Docente a contratto SDA Bocconi e Imperial College Londra

claudio.scardovi@hopesicaf.com

La crisi pandemica offre agli Italiani un'importante opportunità di riflessione sulle opportunità di crescita ed innovazione del Paese, non solo in termini di competitività e ricchezza, ma anche e soprattutto, di sostenibilità. L'autore contrappone alla classica ricetta "più Stato, più debito pubblico, più moneta" un'altra formula più imprenditoriale e privatistica basata su "più mercato, più

equity e più valore sostenibile" dove la chiave di volta è l'opportunità di offrire un private equity aperto non solo agli investitori istituzionali, ma anche ai cittadini-azionisti per divenire investitori diretti nell'economia reale del Paese riallineando il loro interesse economico con il senso civico e l'amore per la Patria e consegnare alle nuove generazioni un futuro di speranza.

Parole chiave: Private Markets, Private Equity, Capitale Privato, Economia reale, Moneta, Inflazione, Sostenibilità, ESG (Obiettivi di sostenibilità Ambientale, Sociale, di Governo), Allocazione del capitale, Investimenti immobiliari, Multi Asset, Diverse strategie di investimento, Investitori istituzionali.

The pandemic crisis raises a crucial reflection point on Italy's growth and innovation opportunities, not only regarding competitiveness and wealth, but, above all, in terms of sustainability. The Author opposes a new entrepreneurial formula to the classic recipe of "more State, more public

debt, more monetary stimulus" based on "more private markets, more equity, more sustainable value creation" where the keystone is a new private equity fund that invests in the Country's real assets open for subscription not only to institutional investors but also to retail investors.

Keywords: Private Markets , Private Equity, Real Assets, Monetary Stimulus, Inflation, Sustainability, ESG (Environment, Social, Governance), Asset Allocation, Real Estate, Multi Asset, Multi Strategy, Institutional investors.



1. LA SFIDA, PRIMA E DOPO LA PANDEMIA

drammatici effetti sanitari, economici e sociali della pandemia ci sono forse parsi elemento di discontinuità e rottura, urgenza grave e impreveduta nel contesto di scenari evolutivi “normali” e ben tracciati. Il tutto, in continuità con il progresso tecnologico e di crescita nella ricchezza globale che ha caratterizzato l’epoca felice – dal termine della Seconda Guerra Mondiale ai giorni nostri – di quelle che io chiamo “generazioni di mezzo”: fortunate per esser nate abbastanza tardi da evitare la violenza e la miseria del dopoguerra e (fors’anche) sufficientemente presto da evitare quelle relative al cambiamento climatico. Infatti, la vera sfida – quella relativa al cambiamento climatico – era già ben presente prima del Covid e rimane tale e forse ancor più critica anche dopo la pandemia.

Gli sforzi di ricostruzione e recupero delle economie e società dopo la pandemia si inseriscono infatti nel contesto di una transizione epocale che ci troviamo oggi a dover affrontare. La rapida crescita e l’elevata (ma non diffusa) ricchezza rese possibili da un’economia ad elevata intensità energetica basata sugli idrocarburi ci appaiono oggi nella loro strutturale instabilità. Ci risultano infatti oggi più evidenti i molti *trade-off* tra il turbo capitalismo della finanza internazionale e la sostenibilità sociale. Inquinamento e cambiamento climatico, disuguaglianze e tensioni sociali sembrano risultare quali derivate ineliminabili del progresso – suggerendo ad alcuni il ritorno a modelli di sviluppo meno spinti ed anzi statici, a difesa dello status quo e dei privilegi delle popolazioni più ricche del Paese.

Come conseguenza di questo, si parla oggi molto di obiettivi ESG – *Environmental, Social, Governance* – che contemperino il riequilibrio della biosfera di riferimento, dell’inclusione sociale e della parità di genere e che contemperino anche – secondo il dettato proprio delle Società Benefit – forme di governo aziendale più democratiche che favoriscano la partecipazione dei molti portatori d’interesse alla definizione, gestione e godimento delle strategie di creazione di valore. Al di là della moda, il tema della sostenibilità riscuote oggi interesse e passione, fino a divenire punto nodale per la definizione delle strategie e dei comportamenti delle Istituzioni e degli intermediari finanziari che sono chiamati, assieme ai *policy maker* e ai diversi settori industriali, a indirizzare e risolvere l’evento esistenziale del cambiamento climatico, prima che sia troppo tardi.

“A grandi poteri corrispondono grandi responsabilità”, ci ricorda Spiderman – il che vale certamente per gli operatori del sistema finanziario globale, che con le loro scelte – quali fornitori di credito e gestori del risparmio privato delle famiglie e delle Istituzioni private, determinano l’allocazione delle risorse scarse dell’economia.

Ma a fronte di 51 Tn di tonnellate di CO2 immesse nell’atmosfera ogni anno, e con un obiettivo di riduzione netta a zero da centrare al più tardi nel 2050, e con circa \$ 100-150 Tn di investimenti (circa \$ 100 Tn secondo Mark Carney, tra finanza pubblica e privata; almeno \$ 50 da capitale privato secondo il WEF ed Oliver Wyman¹) richiesti a supporto di tale transizione, come potranno il sistema finanziario globale e quello italiano fare fronte alla sfida a cui sono chiamati, nel contesto già aggravato del post pandemia e con il fardello del debito pubblico accumulato?

Considerando la sola quota proporzionata al PIL di tale cifra, per il nostro Paese dovremmo ipotizzare investimenti pari a circa \$ 2,4 Tn (pari all’incirca all’attuale debito pubblico, circa 10 volte il PNRR), di cui almeno \$ 1,2 Tn (seguendo l’ipotesi del WEF e di Oliver Wyman) riferibili all’intervento dei capitali privati. Non si tratta peraltro di mera questione di quantità, vista l’incredibile complessità – tecnologica, industriale, di business ed anche sociale – legata alla transizione e conversione ecosostenibile, per sovvertire il corso di un destino che fonda le proprie radici nella rivoluzione industriale del 1800 e su forti interessi precostituiti e difficili da sovvertire.

2. PIÙ STATO, PIÙ DEBITO PUBBLICO E PIÙ MONETA?

risposta alla sfida evocata da Mike Carney² potrebbe essere molto simile a quella già attuata dai principali Paesi sviluppati all’indomani della pandemia e fondata sul “più Stato, più debito pubblico e più moneta”:

- Più Stato, per sopperire ai fallimenti di mercato, incapaci di interiorizzare, nei meccanismi di prezzo ed allocativi, gli effetti indesiderati della CO2 (esternalità negative – a discapito dell’ambiente e delle generazioni future) e per regolamentare e punire i comportamenti lesivi del bene comune;
- Più debito pubblico, come necessaria e quasi inevitabile fonte di finanziamento di ultima istanza – quando ogni altro rimedio è esaurito o più grave, a supporto di processi trasformativi di portata esistenziale e con forte rilevanza sulla salute, sulla vivibilità del Pianeta e quindi anche sulla sicurezza ed ordine pubblico;
- Più moneta e quindi più inflazione per tutti, vista la quasi inevitabile monetizzazione del debito pubblico così creato – come peraltro accaduto per molte delle discontinuità e rotture della Storia, Seconda Guerra Mondiale compresa. Con una base monetaria M1 già

1 Financing the transition to a Net-Zero future, World Economic Forum e Oliver Wyman, Ottobre 2021.

2 The world of finance will be judged on the \$ 100 Tn climate challenge, Financial Times, 29 Ottobre 2021.

moltiplicarsi per 5 negli ultimi 20 anni (da 2 a 10 Tn circa per l'area Euro), non potrebbe essere sufficiente moltiplicarla per dieci, ricavando quei \$ 100 Tn di cui, per Carney, abbiamo bisogno per accelerare e realizzare la transizione energetica etico-sostenibile?

A mio avviso, un simile asse di interventi – qualora realizzabile in un contesto di economie aperte e di Paesi democratici quali quelli Europei ed in coordinamento con gli altri grandi blocchi geopolitici globali – potrebbe forse indirizzare la grave urgenza esistenziale legata al cambiamento climatico, ma potrebbe poi generare sub-ottimizzazioni economiche, sperequazioni sociali ed effetti indesiderati di difficile previsione e dalle molte “conseguenze inattese e non volute”: lasciti negativi che potrebbero pesare sulle generazioni future forse ben più di quelli legati alle due Guerre Mondiali, per non parlare della più recente (e quasi marginale) pandemia.

A mio avviso, la sfida da \$ 100 Tn enunciata da Carney deve piuttosto porre al centro il capitale privato, ed i comportamenti, i valori etico-morali e la coscienza civica di chi ne è proprietario o gestore: le cittadine e i cittadini di ciascun Paese del mondo e di molte e diverse generazioni; ed anche gli intermediari finanziari che attraverso le loro strategie e scelte gestionali ne influenzano fundamentalmente le scelte di impiego. Questa ricetta alternativa, vedrebbe quindi al centro i risparmiatori-azionisti del Paese ed anche, quali attrici non protagoniste e grandi *movers & shakers*, le Istituzioni finanziarie (ed i loro regolatori e *policy maker*), non solo come fornitrici di debito, ma anche e soprattutto come gestori (al meglio) della ricchezza delle famiglie dei propri Paesi, potendo poi agire su scala sia globale che intergenerazionale. Questa ricetta potrebbe quindi svilupparsi lungo tre principali direttrici:

- Più mercato, per ricomprendere nei prezzi e nei meccanismi di negoziazione, copertura, assicurazione, tutti gli elementi – finanziari e non – collegati all'utilizzo degli idrocarburi, comprese quindi le esternalità negative ed i rischi fisici e di transizione collegati al cambiamento climatico. Una *carbon tax* universale sarebbe un primo passo importante, per accelerare la conversione alle energie rinnovabili e per assicurare sufficiente gettito a copertura dei sussidi a supporto dei più deboli. Ed un mercato efficiente di Indici Benchmark e di contratti derivati collegati alla CO2 ed ai suoi rischi nemesi (fisico e di transizione) potrebbe pure agevolare il percorso di transizione, evitando le allocazioni sub-ottimali e lo spreco di risorse tipicamente associate all'intervento della “mano pubblica” che non è mediato dal mercato³;
- Più capitale privato delle cittadine e dei cittadini, utilizzato per investimenti tramite capitale di rischio (*equity*), nell'economia reale e a supporto della transizione verde e della stabilizzazione climatica, con obiettivi di sostenibilità certamente finanziaria, ma anche sociale ed ecologica. Oltre a ribilanciare il rapporto tra debito pubblico, debito privato e capitale di rischio (*equity*), a livello globale e per il nostro Paese, la valenza strategica di tale direttrice si realizzerebbe rendendoci tutti più attenti consumatori e migliori cittadini eco-sostenibili. Tradurremmo di fatto l'interesse economico e a-economico comunque correlato ai nostri investimenti in una partecipazione diretta e come capitale proprio – e non solo come finanziatori indiretti del piano di transizione del Paese per il tramite della sottoscrizione di Titoli di Stato;
- Più economia reale, come oggetto dell'investimento e con obiettivi olistici di sostenibilità (finanziaria, sociale ed ecologica), anche a difesa del rischio inflattivo che de-

3 “Speranza e Capitale”, Claudio Scardovi, EGEA, 2021.

paupererebbe altrimenti il potere d'acquisto dei detentori di titoli di debito a tasso fisso o di liquidità depositata presso le banche. Il capitale privato si ricongiungerebbe più direttamente alle *asset class* reali del Paese, con una partecipazione attiva: con cittadini azionisti (quali detentori di “titoli azionari”) ma anche azionisti (quali “attivi” nel contesto sociale ed ecologico), con i loro comportamenti e con le loro idee di sostenibilità – portatori di *meme* rappresentative della coscienza comune e capaci di imporsi per passa-parola e “dal basso”.

3. INVESTITORI PRIVATI ISTITUZIONALI

Gli investitori istituzionali in Italia (comprensivi di Casse di Previdenza, Fondi Pensione, Compagnie Assicurative Vita e Fondazioni) gestiscono ad oggi risorse finanziarie per circa € 1 Tn – cifra importante ma relativamente piccola rispetto ai complessivi € 4,8 Tn (con il complemento attribuibile direttamente ai risparmi delle famiglie italiane ed oggi impiegato come liquidità o tramite l'attività amministrata o gestita dalle banche italiane). Soggetti a molti vincoli di natura regolamentare e spesso ancorati a procedure interne parecchio datate, presentano ad oggi strategie allocative decisamente conservative, con quote allocate a investimenti (diretti o indiretti, e.g. per tramite di società di gestione terze e fondi di *private equity*) in attività reali del Paese c.d. illiquide molto limitate.

Mentre alcune Fondazioni internazionali (tra queste, quella dell'Università di Yale, di Harvard o Stanford, leader nelle *performance* degli ultimi decenni) presentano *asset allocation* a favore di fondi di *private equity* e *venture capital* anche nell'ordine del 20-40% (e quote allocate all'*equity* superiori rispetto a quelle allocate ai titoli di debito), quelle stesse *asset class* risultano tipicamente allocate per dotazioni a singola cifra per le Casse e le Fondazioni Bancarie e spesso vicine allo zero per i Fondi Pensione e le compagnie assicurative ex Ramo Primo.

L'opportunità persa per l'Italia, legata al ricircolo dei risparmi privati a sostegno dell'economia e dei territori del Paese, si confronta peraltro con la limitata redditività realizzabile, in un contesto di tassi d'interesse molto bassi e di rendimenti negativi su una buona fetta della curva a termine dei Titoli di Stato. Il 3-4% lordo realizzato in media negli ultimi anni dal sistema previdenziale si basa infatti ancora sugli elevati rendimenti dei Titoli di Stato di un'altra era, mentre la parte nuova del portafoglio a stento riesce a coprire il costo di struttura e quello opportunità legato all'inflazione, in prospettiva forse sempre più rilevante. Non è peraltro solo un tema di redditività assoluta, dovendo le Casse e i Fondi Pensione gestire la loro struttura di passività, che si riferisce alle prestazioni pensionistiche attese dai propri sottoscrittori (le erogazioni benefiche sul territorio per le fondazioni).

L'opportunità persa per il Paese è quindi un problema reale per il sistema previdenziale e per il potere d'acquisto e per lo stile di vita sostenibili dei pensionati delle “generazioni di mezzo”, per non parlare delle nuove generazioni, le Next Generations dell'omonimo

Fondo dell'Unione Europea, che si troveranno a dover gestire un deficit pensionistico oltre che ecologico, oltre all'attuale Debito Pubblico dell'Paese e di quello comunitario aggiuntivo derivante stesso Fondo Next Generations. Il fatto che alcuni grandi e ben gestiti Fondi Pensione Canadesi si trovino ad essere tra i principali investitori di alcune delle principali operazioni di rigenerazione e sviluppo urbano a Milano ci offre ulteriori spunti di riflessione circa il potenziale inespresso di questo trilione di risparmi – sia come *demand side* (aziende e progetti immobiliari e infrastrutturali percipienti di tali risorse) che come *supply side* (opportunità d'investimento con interessante profilo rischio/rendimento per gli investitori istituzionali italiani).

4. INVESTITORI PRIVATI RETAIL

Il sistema bancario italiano gestisce oggi larghissima parte dei rimanenti € 3,8 Tn di risparmi finanziari che fanno ancora capo alle famiglie italiane. Le banche, tramite le loro attività di raccolta diretta ed indiretta, amministrata e gestita, hanno un ruolo fondamentale nel veicolare queste risorse verso investimenti in titoli di debito o *equity*, in Italia o all'estero, attraverso il loro bilancio (attraverso l'attività di raccolta di passività e l'estensione di credito) o direttamente verso aziende ed altri *asset* reali quotati (definiti per questo motivo “liquidi”) o meno (“illiquidi”).

Certamente, una sana e prudente gestione dei risparmi di una famiglia media italiana, *mass market* o *affluent*, suggerisce una quota allocata ridotta rispetto all'opportunità di investimenti in capitale di rischio in aziende ed altri *asset* non quotati. Tale quota risulta peraltro ottimamente definita anche in funzione della ricchezza complessiva della singola famiglia, della quota finanziaria di questa (e.g. al netto della prima casa) e del profilo di consumo e dello stile di vita attuale e prospettivo. Deve inoltre considerare il grado di propensione o avversione al rischio del singolo investitore e la sua preparazione tecnica in materia (l'educazione finanziaria in Italia risulta ancora più bassa di altri mercati con Borse valori più sviluppate). La regolamentazione Mifid 2 prescrive peraltro una serie di principi guida, regole e prassi operative atte a evitare l'impropria vendita di prodotti finanziari complessi o caratterizzati da un profilo di rischio troppo elevato e relativamente più “illiquidi” rispetto ai tempi richiesti per un eventuale smobilizzo. A tale proposito vengono definiti i target “positivi” o “neutri” (per i quali la proposta d'investimento risulta più o meno raccomandabile), ovvero quelli negativi (per i quali è invece da evitare).

Rispetto all'attuale allocazione dei risparmi degli Italiani, caratterizzata da una limitatissima allocazione a capitale di rischio e da una quasi inesistente esposizione ad attività illiquide perseguibili ad esempio tramite strumenti di *private equity*, occorre tuttavia domandarsi: quanto questo sia dovuto ad un'applicazione troppo stringente dei principi e della relativa regolamentazione, al limitato interesse delle banche e dei loro promotori finanziari a proporli (con vincoli quindi nell'offerta); ovvero alla scarsa domanda e interesse generale mostrato dalla clientela target (con limiti quindi nella domanda); o piut-

tosto al loro combinato disposto. Occorre anche domandarsi se, per la già citata legge delle “conseguenze non volute” (*unintended consequences*), l’interpretazione stringente della Mifid 2 e dei principi guida collegati alla sana e prudente gestione del risparmio possa in alcuni casi condurre all’effetto opposto – con una concentrazione troppo elevata su strumenti finanziari c.d. “sicuri”. Occorre infine domandarsi se esistano vincoli di altra natura, più strutturali e sistemici, che devono essere considerati e risolti.

► 5. INFORMARE, FORMARE E INTRATTENERE: DALLA LOGICA *PUSH* A QUELLA *PULL*

Rispetto al primo punto, nella mia esperienza come consulente prima e come imprenditore e manager poi di un’iniziativa collegata ai temi in oggetto, ho notato una ampia interpretazione dei principi e delle regole ex Mifid 2, con definizione di clientela target molto diversa ipotizzata da diversi Istituti bancari. Certamente, il processo di progressiva e sempre più approfondita formazione delle reti vendita e dei gestori delle relazioni sta permettendo una più attenta e reale comprensione dei bisogni dei clienti e una più adeguata profilazione del loro profilo come “positivo”, “neutro” o “negativo”. La sfida per gli Istituti finanziari non è di poco conto, dovendo spostarsi da un ruolo di banca intermediatrice che “compra denaro, vende denaro” ad uno di banca consulente – *advisor* globale delle ricchezze e dei finanziamenti, degli investimenti e dei consumi dei propri clienti e nei territori di riferimento.

In parallelo, molto è già stato fatto in termini di iniziative di informazione ed educazione finanziaria per le famiglie Italiane, ma moltissimo rimane ancora oggettivamente da fare, potendo ad esempio prevedere (come per altri Paesi) alcuni rudimenti di finanza e di gestione dei risparmi già a partire dalla scuola dell’infanzia e rendendo una robusta preparazione economico – finanziaria quale requisito essenziale per le scuole medie e superiori. Questo processo di informazione e formazione dovrebbe poi essere promosso e guidato in termini coinvolgenti e interessanti, divertenti persino – evitando di rendere (a volte volutamente?) l’economia e la finanza materie tecniche e noiose e quindi disattese dalla grande parte della popolazione. Nella mia esperienza, parlo spesso di “*investeiment*” (investimento-intrattenimento) riferendomi al fatto che, oltre ad essere informata e formata, la cittadina italiana dovrebbe anche appassionarsi alle proprie analisi e scelte d’investimento, vivendo la *equity story* di trasformazione e innovazione del Paese e divertendosi attraverso le cose che impara (ad esempio, la trasformazione digitale di un’azienda investita, la conversione ecosostenibile di un’intera città o infrastruttura energetica) e che la condurranno idealmente a divenire non solo migliore investitrice, ma anche migliore consumatrice (supportando la sostenibilità con i propri comportamenti)

ed infine cittadina (votando per la sostenibilità attraverso il proprio impegno civico ed espressione politica attiva in un contesto democratico).

Attraverso questo approccio di “informazione, formazione e intrattenimento”, non solo questo (eventuale) primo blocco dell’offerta potrebbe essere risolto attraverso la migliore preparazione (informazione e formazione) delle reti vendita e di consulenza bancaria; ma anche la migliore, più interessata e proattiva preparazione (*investeinment*) delle cittadine, attratte ed appassionare dalla *equity story* di ricostruzione e rinascimento dell’economia reale del Paese, potrebbe risolvere il secondo blocco (eventuale) della domanda. La vera sfida del risparmio gestito, con riferimento a tutti i prodotti d’investimento proposti, e a maggior ragione per quelli relativi ad investimenti *equity* (illiquidi) nell’economia reale, dovrebbe infatti riguardare il passaggio della vendita dalla logica *push* (dove i promotori finanziari finiscono spesso per spingere maggiormente i prodotti con le commissioni più elevate a loro favore), a quella *pull* (dove i clienti informati-formati e attratti-appassionati chiedono alle loro banche consulenti un consiglio indipendente e tecnicamente ben fondato rispetto a loro idee d’investimento).

In particolare, la domanda d’investimento nell’economia reale italiana e in prodotti ESG, in strategie mirate alla sostenibilità totale e con un approccio da società benefit (cioè con obiettivi d’impatto multidimensionali e misurabili per molti portatori d’interesse) dovrebbe arrivare dai clienti prima ancora che dai consulenti finanziari, che dovrebbero piuttosto supportarli, con la loro consulenza oggettiva e indipendente, nell’identificazione puntuale del prodotto più adatto, oltre che sui temi relativi alla complessiva *asset allocation* dei loro portafogli.

6. SICURO COME UN BENE REALE

Un approccio semplicistico alla gestione del risparmio sicura e (quasi) priva di rischi consiglierebbe di investire un intero portafoglio (ad es. per un cliente *private*, da € 5 Mn; ed ancora di più per un cliente *mass*, da € 50 K) unicamente in Titoli di Stato a reddito fisso e in liquidità depositata presso conti correnti bancari. Un secondo approccio, un poco più sofisticato, suggerirebbe invece di perseguire una più estesa diversificazione, con quote allocate anche titoli di debito privato ed alle azioni di aziende quotate. Un terzo approccio più estensivo, più puntualmente basato sullo stato attuale dei mercati (con tassi d’interesse vicini allo zero o negativi, eccesso di debito pubblico e privato a livello globale, e Borse regolamentate “liquide” ai massimi etc.) suggerirebbe invece una maggiore esposizione verso beni reali, anche illiquidi (e quindi oggi meno “prezzati” dai c.d. “fondi passivi”) e con un collaterale reale quale sottostante, a difesa del potere d’acquisto anche per scenari inflattivi importanti.

Quanti Dottorati in Economia e Finanza si sentirebbero in coscienza di suggerire come ottimale, anche al nostro ipotetico cliente *mass market*, un portafoglio di € 50 K investito interamente in Titoli di Stato e conti correnti, ovvero uno con una piccola quo-

ta, ad es. di € 2 K, investita come capitale di rischio in beni reali, attraverso un approccio da *private equity* che certamente presenta profili di rischio di “per sé” parecchio superiori, ma anche ritorni attesi coerentemente elevati e, ciò che più interessa ai nostri fini, de-correlati rispetto ai rendimenti dei Titoli di Stato e della liquidità, e molto efficace in contesti inflattivi a difesa del potere d’acquisto altrimenti a forte rischio per le altre due categorie di investimento menzionate? La domanda retorica che, a mio avviso, ha risposta piuttosto scontata in un contesto accademico ed anche tra i *practitioner* della finanza, potrebbe non esserlo nel contesto dell’interpretazione letterale delle regole di compliance di una banca, con conseguenze potenzialmente negative per il Paese, per le banche e per le cittadine-investitrici stesse, che devono essere certamente consigliate e guidate dalle competenze professionali delle Istituzioni finanziarie, ma non necessariamente verso soluzioni che hanno come scopo ultimo il ridurre unicamente il rischio di condotta (o di *misselling*) della banca stessa.

Se l’investimento in capitale di rischio permette ragionevolmente una buona diversificazione rispetto al debito e alla liquidità, e più elevati ritorni attesi, certamente il sottostante “bene reale” (sia esso un’azienda, un immobile, un’infrastruttura) si presta meglio a difendere la “tassa inflattiva”, più subdola e invisibile, ma non per questo meno impattante sul potere d’acquisto finale della consumatrice, che è alla fine la metrica più pragmatica e cogente da considerare quando si parla di rischio – specie per le famiglie meno abbienti. La sfida, in questo caso, è quindi certamente culturale e potrebbe estendersi alle future riflessioni dei *policy maker* e dei regolatori nel caso della Mifid 2 Italiani ed Europei), se vorranno realmente farsi promotori della ricapitalizzazione e trasformazione dei Paesi della Comunità Europea, in chiave di sostenibilità e con grande attenzione all’investitore *retail* finale – a cui va oggi, a mio avviso, finalmente offerta, in trasparenza, indipendenza e sicurezza (e con tagli minimi accessibili), l’opportunità di accesso al *private equity* e alla “proprietà” di un piccolo pezzo dei beni reali del Paese.

Con questo spirito, il Legislatore ha peraltro recentemente varato gli incentivi fiscali collegati ai cosiddetti PIR *Alternative* (o PIR PMI), che hanno avuto ad oggi molti meriti, quanto altrettanto numerosi insuccessi – certamente a causa della limitata informazione e formazione delle famiglie Italiane a tal proposito (per non parlare del limitato “intrattenimento”), ma anche a causa di alcuni vincoli strutturali che è oggi importante indirizzare e risolvere. Tra questi, va citata certamente l’unicità del c.d. PIR Box, assegnato in capo alla SGR o SICAF proponente del prodotto d’investimento e che tuttavia “blinderebbe”, con la prima vendita, l’intera posizione fiscale PIR PMI del cliente, con ovvi temi di anti-trust e di scarsa efficienza ed efficacia delle banche collocatrici. Va inoltre citata la limitata applicabilità della fiscalità PIR *Alternative* a iniziative immobiliari e infrastrutturali che sono invece *driver* importanti di trasformazione e innovazione del Paese e le complessità di ordine informatico (e quindi di *compliance*) legate alla quotazione di fondi (contrattuali o SICAF) sul mercato Borsistico (segmento MIV, che potrebbe trarre beneficio da un suo ricongiungimento all’MTA principale), a causa della necessaria dematerializzazione del titolo e del passaggio implicito dalla procedura “gestita” a quella “amministrata” – quotazione che invece potrebbe essere elemento abilitante l’interesse e l’accesso a tali prodotti e strategie d’investimento da parte del grande pubblico (e a supporto dello sviluppo della Borsa stessa).

7. AZIONISTA DEL PAESE

Ben oltre gli incentivi fiscali e le regolamentazioni, più o meno flessibili in essere, la sfida della trasformazione e innovazione del Paese deve sempre e comunque basarsi sul rispetto dell'economicità e della redditività aggiustata per il rischio degli investimenti proposti all'investitore finale, specie se questo è *retail* e quindi per sua natura non professionalmente dedicato a tali attività e con una dotazione di risorse scarse (i propri risparmi) la cui gestione e messa a frutto in sicurezza ne determina il benessere psico-fisico proprio e della propria famiglia. La *regret function* dei più sofisticati *risk manager* dovrebbe essere infatti modellata sulla capacità, di una determinata *asset allocation* globale e di proposta d'investimento specifica, di far dormire bene di notte il proprio cliente-investitore.

Su queste basi, le nuove proposte di investimento *PIR Alternative* dovrebbero nascere quali semplici e trasparenti, eque e bilanciate, con chiari obiettivi da società benefit ed ESG e con *governance* sufficientemente indipendenti da renderle credibili anche nell'efficacia ed efficienza (oltre che nelle buone intenzioni) di perseguimento degli obiettivi di sostenibilità. Una *value proposition* coinvolgente e partecipativa, ed un coerente modello di comunicazione, saranno poi altrettanto importanti, per raccogliere e veicolare il risparmio degli Italiani verso investimenti illiquidi, rendendoli poi idealmente più liquidi attraverso la quotazione sulla Borsa italiana. Queste proposte d'investimento, nell'economia reale italiana, dovranno porsi una *mission* ambiziosa di supporto alla trasformazione e all'innovazione del Paese, potendo focalizzarsi su un'unica o più *asset class* (ad es. PMI, ovvero anche *real estate*, infrastrutture etc.) e strategie (capitale di crescita, *turnaround* e *venture capital*).

Un'ottica *multi-asset* e *multi-strategy*, oltre alla più elevata flessibilità nell'allocazione del capitale di rischio in funzione delle fasi del ciclo economico e delle opportunità di mercato, potrà offrire più direttamente – con buona pace di Modigliani Miller – alla famiglia media italiana, attraverso un semplice ed unico investimento, l'esposizione a un mix composto di beni reali che rappresenteranno una selezione dell'intera economia reale – una sorta di “azione-Italia” a replicazione selettiva e gestione attiva (idealmente) del meglio delle opportunità future del Paese. Se questa è la sfida, importante e urgente delle “fabbriche prodotte” (necessariamente indipendenti) dell'*asset management* alternativo italiano, questa è ben poca cosa rispetto a quella delle banche consulenti e distributrici.

Infatti, come ci ricorda *spiderman*, è difficile sovrastimare oggi la centralità del ruolo che le Istituzioni finanziarie Italiane possono giocare a supporto della trasformazione e innovazione del Paese verso la sostenibilità, attraverso la veicolazione ed utilizzo al meglio del risparmio privato degli investitori Istituzionali e delle famiglie Italiane. Ben oltre le indicazioni nominali (molto ampie quanto poco profonde) relative ai \$ 100 Tn necessari per finanziare il processo di transizione verde a livello globale, la sfida, oltre che finanziaria, assume contorni politici e filosofici – geopolitici e antropologici, come in precedenza discusso. Attraverso il risparmio privato, la vera sfida è “rendere le cittadine

e i cittadini azionisti del Paese”, per guidarlo verso la sostenibilità e come migliori investitori, consumatori e cittadini. Azionisti, nella duplice nomea: quali detentori di “azioni”, ma anche quali soggetti attivi e pronti a darsi da fare, per riprendere in mano il proprio destino. In questo modo, le Istituzioni finanziarie italiane potranno adempiere al meglio alle grandi responsabilità richiamate dai loro grandi poteri e ben oltre la sfida da \$ 100 Tn (2,4 per l'Italia) di Carney. Il momento – la tempesta perfetta, in chiave positiva – è oggi unico, forse irripetibile e non può essere sprecato, come ci ricorda il già Governatore e già Presidente della Repubblica Luigi Einaudi.

La sfida per le Istituzioni finanziarie è oggi offrire l'opportunità e rendere la maggior parte delle cittadine e cittadini italiani, nella misura e nei modi più propri e per loro ottimali, investitori attivi e azionisti dell'economia reale del Paese: delle piccole e medie imprese (che hanno un valore stimabile nell'intorno dei € 3-5 Tn, di cui appena € 800 Mn quotate sul listino Italiano, banche e assicurazioni comprese); ma anche degli asset immobiliari (residenziali e commerciali, con un valore pari a circa € 8-9 Tn) e delle nuove infrastrutture digitali e verdi richieste dalla transizione ecologica (difficili da quantificare, forse vicine ai € 2,4 Tn menzionati inizialmente come componente italiana della sfida del € 100 Tn di Carney). Rispetto a queste cifre *monstre*, l'incremento di qualche centinaia di miliardi di risparmio gestito direttamente investito nell'economia reale italiana sarebbe poca cosa, ma comunque importante nella quantità (un 5% di questo genererebbe un ammontare simile all'attuale PNRR) e soprattutto nella qualità (potendo meglio orientare l'intervento della “mano pubblica” e, in chiave maieutica, le stesse scelte e comportamenti delle famiglie-azioniste, come migliori investitrici, consumatrici e come migliori cittadine.

Se questa sfida epocale sarà raccolta e vinta, anche senza mettere in gioco grandi capitali propri e senza doversi dotare di risorse creditizie quasi illimitate, anche la cifra *mostre* di Carney potrà impallidire, e le Istituzioni finanziarie italiane ed internazionali potranno recuperare quel ruolo di centralità positiva, sistemica e sociale, economica e finanziaria, che forse avevano temuto di perdere dopo la grande crisi finanziaria e dopo la pandemia.



LA STAGNAZIONE SECOLARE: FATTI STILIZZATI E POSSIBILI CAUSE

Luciano Mauro

Dip. di Scienze Politiche e Sociali, DISPES, Università di Trieste

luciano.mauro.ts@gmail.com

I trend negativi dei tassi di crescita e di interesse delle economie avanzate sembrano indicare una condizione macroeconomica di stagnazione permanente nota in letteratura come “Stagnazione Secolare” con preoccupanti riflessi sul benessere, sugli equilibri finanziari degli stati e sulle politiche monetarie.

Molti fattori di lungo periodo analizzati dalla teoria della crescita sono chiamati in causa per dar conto di queste tendenze: demografia, investimenti, distribuzione del reddito, innovazione, per citarne alcuni. Molti di

questi fattori si intrecciano tra loro evidenziando meccanismi a volte contro-intuitivi, formando un quadro complesso.

In questa rassegna, dopo aver presentato i principali trend che caratterizzano il fenomeno della “Stagnazione Secolare”, si riassumono i principali meccanismi che la letteratura ha suggerito come loro possibili determinanti; un compendio, auspicabilmente utile, per introdurre e sintetizzare, in modo non tecnico, gli sforzi della ricerca economica su queste tematiche così rilevanti.

Parole chiave: Stagnazione Secolare, Risparmio, Crescita.

The growth and interest rate negative trends of advanced economies seem to indicate a macroeconomic equilibrium known in the literature as “Secular Stagnation”, with worrying repercussions on welfare, on the financial balance of states and on monetary policies.

Many long-term factors discussed in growth theory are called into question to account for these trends: savings decision, demography, investments, income distribution, innovation, to name a few.

Some of these factors are intertwined with each other highlighting sometimes counter-intuitive mechanisms forming a complex picture.

In this review, we present the main trends and afterward we summarize the main mechanisms that the literature has suggested as their possible determinants; a short survey, hopefully useful, to synthesize in a non-technical way the efforts of economic research on these very relevant issues.

 INTRODUZIONE E FATTI STILIZZATI

Nonostante l'attenzione generale in questi ultimi tempi sia focalizzata sulla ripresa economica dopo lo shock da Covid-19, molti osservatori economici, in un'ottica temporale più ampia, hanno auspicato politiche economiche mirate verso una crescita sostenuta di lungo periodo (Banca D'Italia, 2021)¹. In altre parole, un semplice “rimbalzo” delle economie ai livelli pre-pandemia per poi tornare a stabilizzarsi sui trend di crescita precedenti alla crisi sarebbe ritenuto insoddisfacente e, in particolar modo per i paesi con alto debito come l'Italia, persino molto preoccupante.

Il motivo è essenzialmente che nei paesi avanzati la crescita economica pre-pandemia è stata negli ultimi decenni semplicemente troppo bassa. Da tempo, infatti, gli economisti riflettono sul declinante trend di crescita delle economie avanzate, ma è certamente dal famoso intervento di Summers (2013) al Fondo Monetario che il termine “*Secular Stagnation*” è tornato in auge. Originariamente concepito dall'economista Hansen (1939),² il termine definisce un situazione in cui investimenti e risparmi trovano un equilibrio in corrispondenza di un tasso interesse inferiore a quello di piena occupazione e quindi il Pil rimane al di sotto di quello potenziale.

In generale, se una economia crescesse al suo tasso di crescita potenziale, g^* , senza disoccupazione se non quella frizionale, u^* , e il target di inflazione della banca centrale fosse rispettato, π^* , si avrebbe un tasso di interesse reale cosiddetto neutrale o naturale, r^* , così definito perché in questo caso la politica monetaria non dovrebbe essere né espansiva né restrittiva.

La realtà è ovviamente diversa e le economie divergono dalla “rotta” segnata dalle “stelle” costringendo le autorità monetarie e fiscali ad interventi ora espansivi ora restrittivi.

Tuttavia, anche prescindendo dal ciclo economico e dalle politiche economiche che possono influenzarlo, la domanda cruciale è: r^* e g^* sono costanti?

La risposta, che fino a non molti anni fa sembrava affermativa, almeno per la maggior parte delle economie avanzate, non è più così chiara. Su questo punto infatti si è aperto

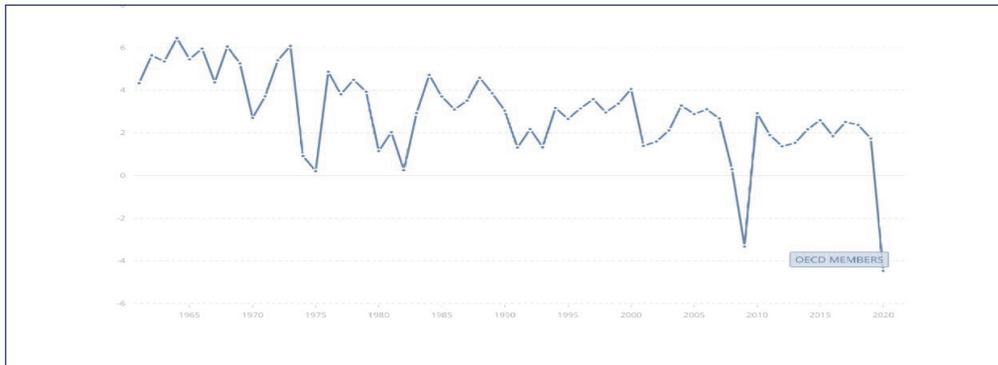
1 Questo approccio sembra anche caratterizzare il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza che enfatizza investimenti in infrastrutture e capitale umano.

2 Si veda Backhouse R. E. e Boianovsky M. (2016) per una disamina storica del dibattito

un dibattito che va sotto il nome di “Stagnazione Secolare” e che parte dall’evidenza che sia g^* che r^* sono diminuiti nel tempo (Reuven, 2019) e che forse il tasso r^* si trova al di sotto del cosiddetto *Zero Lower Bound* e non più raggiungibile con gli strumenti della politica monetaria sia convenzionali e forse neanche con quelli creativi (Quantitative Easing negli USA, long-term refinancing operations (LTRO) e target long-term refinancing operations (TLTRO) nella EU).

Analizziamo ora i principali fatti stilizzati che delineano il dibattito. Nella Figura 1 si percepisce chiaramente come la crescita del PIL sia diminuita nel tempo per i paesi dell’area OECD e si sia più che dimezzata nell’ultima decade rispetto agli anni Sessanta seguendo un trend negativo che alcuni economisti fanno partire già dalla metà degli anni ’70.

Figura 1: Crescita Media del PIL OECD



Fonte: World Bank

Al rallentamento del tasso di crescita, viene associato un altro fatto stilizzato, il trend negativo del tasso di interesse sulle attività prive di rischio, tipicamente titoli di stato dei paesi avanzati Figura 2 e di quello sulle attività altamente compatibili con essi come le obbligazioni a basso rischio (AAA) Figura 3.

Figura 2: Tassi di rendimento Titoli di Stato a 10 anni (vari paesi)

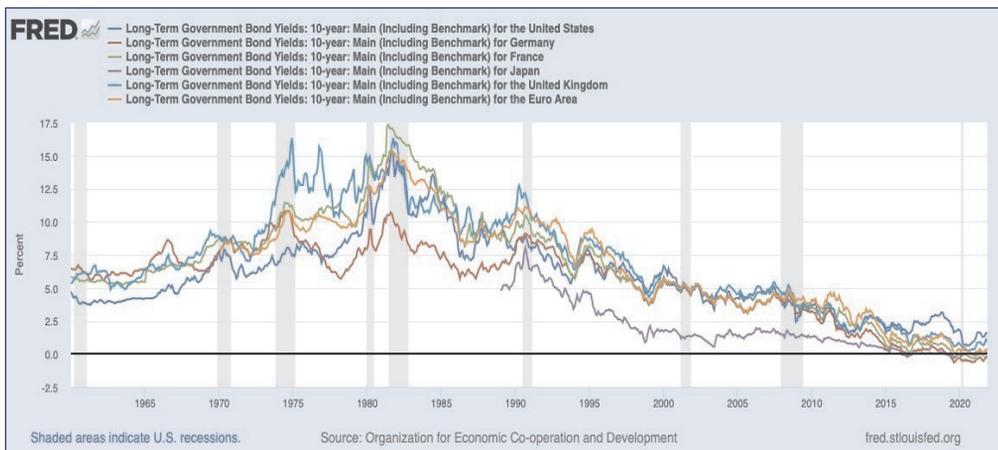
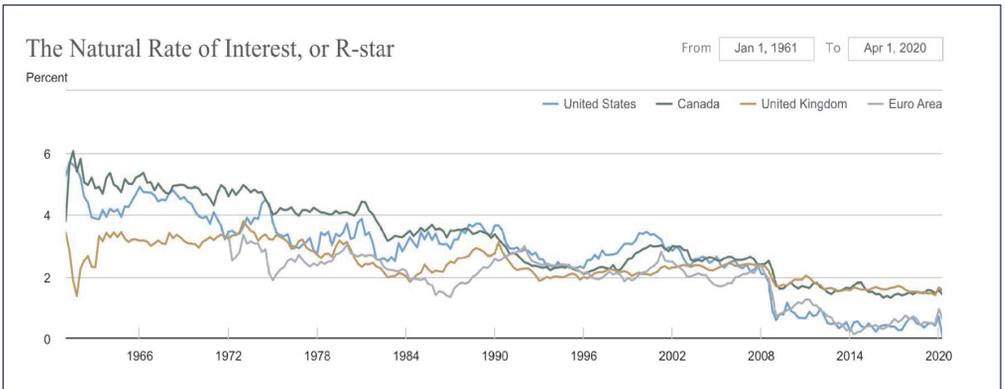


Figura 3 Tasso di rendimento obbligazionario USA (AAA)



Anche se il tasso naturale r^* non coincide con quello dei titoli di stato è ad esso strettamente collegato perché le operazioni di sconto di questi titoli (liquidità in cambio di titoli) sono lo strumento *par excellence* delle banche centrali. Holston et al. (2017) stimano con un modello macroeconomico il tasso naturale e lo trovano anch'esso discendente (Figura 4).

Figura 4: Il tasso naturale di interesse naturale r^* calcolato dalla Federal Reserve di New York secondo la metodologia di Holston et al.(2017)

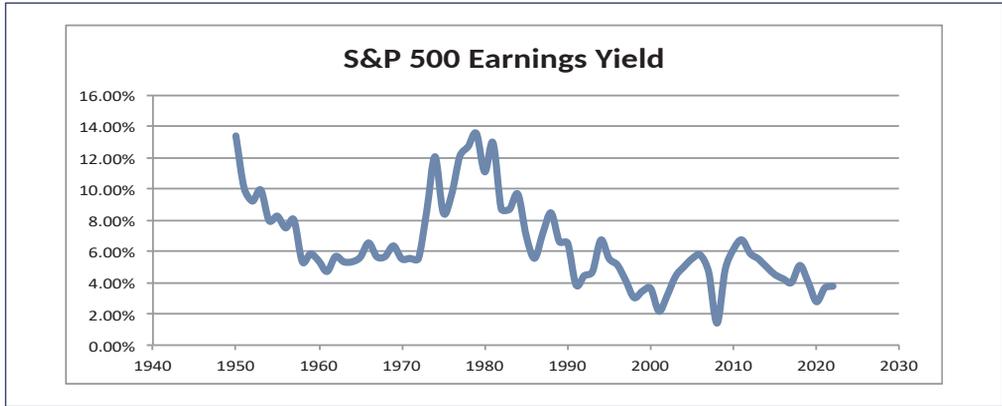


Federal Reserve of NY calculation using the methodology outlined in Holston, Laubach, and Williams (2017).

Un altro fatto stilizzato, sebbene un po' più controverso, è il legame tra rendimento delle attività finanziarie prive di rischio, rendimento di quelle rischiose e rendimento del capitale produttivo.

Anche le attività rischiose hanno visto decrescere il loro rendimento dagli anni '80 (Caballero et Fahri, 2017) ma dal 2010 i loro tassi di rendimento si sono stabilizzati e quindi negli ultimi anni il differenziale di rendimento tra le attività prive di rischio e quelle rischiose è aumentato come si evince dalla Figura 5.

Figura 5 :Tassi di rendimento nel mercato azionario, Standard & Poors 500



Tuttavia esiste, invece, un dibattito aperto circa l'andamento del rendimento del capitale produttivo reale. Vi è chi ritiene che anche il rendimento del capitale reale sia rimasto abbastanza costante e non abbia seguito il rendimento delle attività finanziarie (Gomme et al., 2011, 2015) ma allo stesso tempo è stato fatto notare che il risultato dipende dalle definizioni e misure dei flussi di reddito da capitale adottate dagli istituti di statistica nazionali (Koh et al., 2020). In generale il tema è legato al dibattito sulla distribuzione funzionale del reddito che non è giunto ad una conclusione univoca.

In ogni caso anche i dati del Penn World Table (PWT), i più autorevoli per i confronti internazionali, confermano un trend negativo del rendimento reale del capitale reale (IRR) ma che sembra stabilizzarsi negli ultimi anni (Inklaar et al., 2019).

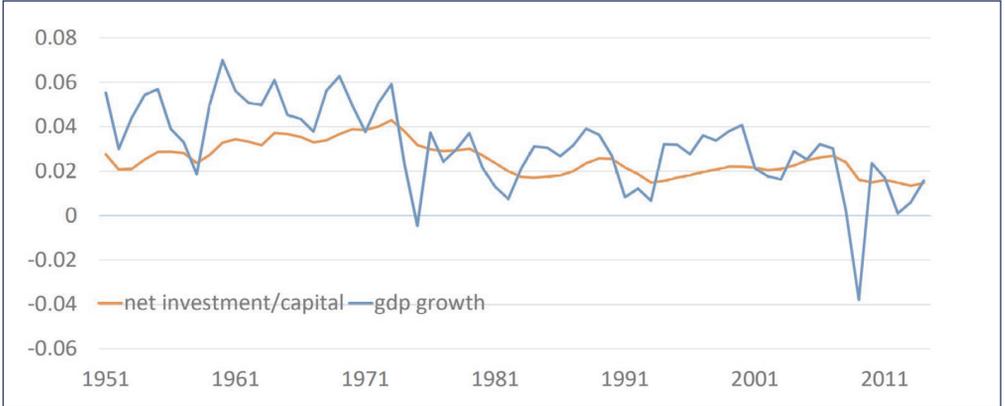
Figura 6: Rendimento reale del capitale (IRR) per un campione di 55 paesi



Fonte PWT. 9.1

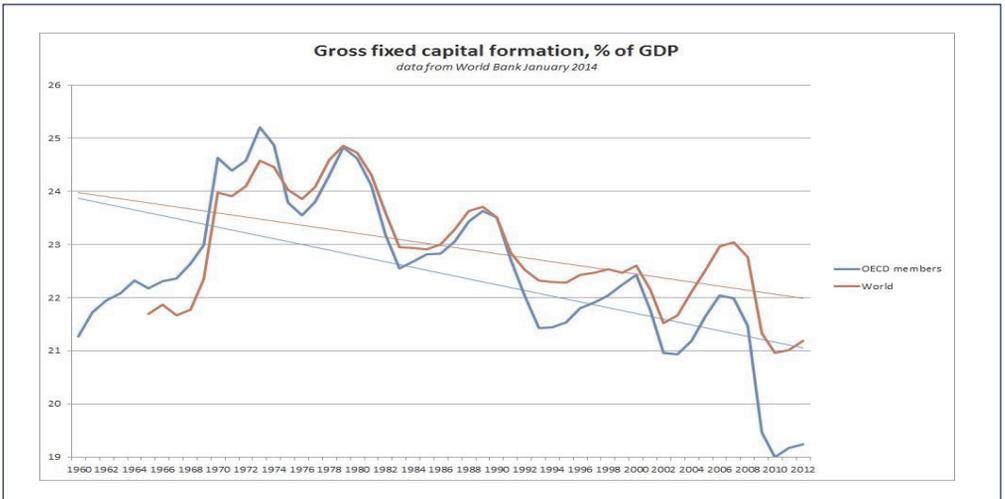
Altro fatto stilizzato è il trend decrescente degli investimenti reali in rapporto sia allo stock di capitale fisico sia al PIL, quest'ultimo più vicino all'aggregato che si interfaccia con l'offerta di risparmio (Philippon e Jones, 2016)

Figura 7: Rapporto Investimenti su Capitale e Crescita del PIL



Fonte PWT. 9.1

Figura 8: Investimenti Fissi Lordi su PIL

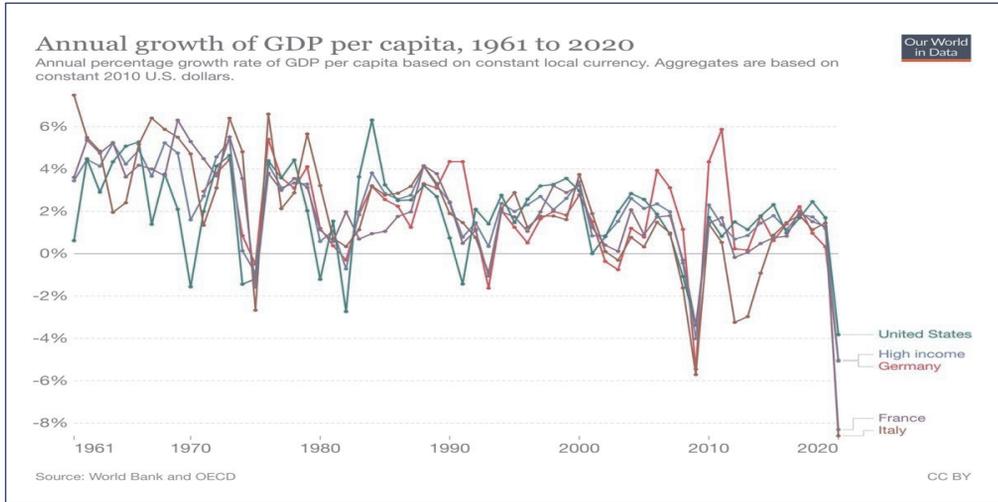


Fonte: World Bank

Dovremmo preoccuparci di queste tendenze? Perché uno scenario di bassa crescita e bassi tassi di interesse potrebbe essere non desiderabile?

In primis, con una popolazione relativamente stabile, una bassa crescita del PIL determina una bassa crescita del PIL pro-capite medio che è una misura che influenza strettamente correlata a molte altre misure del benessere.

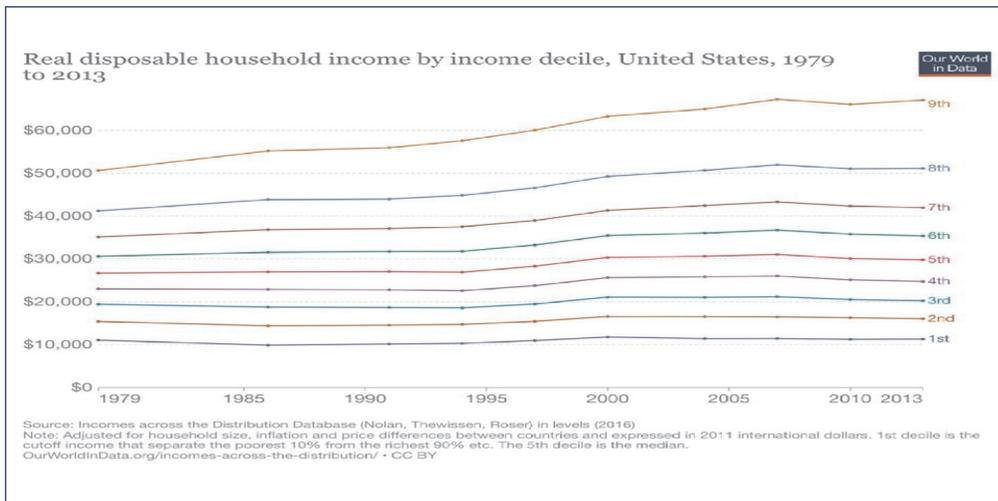
Figura 9: Crescita Annuale pro capite 1961-2020



Si deve poi considerare che all'interno di molti paesi la stagnazione del reddito medio nasconde situazioni ancora più preoccupanti per quanto riguarda le fasce di reddito meno avvantaggiate. Ad esempio, nella Figura 10, che riporta l'andamento del reddito per i diversi decili della distribuzione del reddito, emerge chiaramente che per oltre il 50% delle famiglie americane la crescita del reddito sia stata sostanzialmente nulla negli ultimi 30 anni.

In molti paesi avanzati si nota una tendenza ad un allargamento della forbice tra il percentile più ricco e il resto della distribuzione come evidenziato da Pikety (2014). Questo aumento delle disuguaglianze è evidentemente preoccupante in sé ma lo è ancor di più perché è un cofattore che rinforza e amplifica le tendenze in atto che abbiamo visto sopra, in particolare l'aumento del risparmio.

Figura 10: Reddito disponibile per decile di reddito, USA



Oltre ai problemi di benessere e disuguaglianza, la stagnazione del PIL rappresenta un problema per la stabilità finanziaria dei conti pubblici degli stati. Bassi tassi di crescita del reddito influiscono negativamente sul rapporto debito-Pil e sul rapporto deficit-Pil e insieme al tasso di interesse determinano le condizioni di sostenibilità del debito (Romer, 2019). Tralasciando la complessa matematica della sostenibilità del debito (Escolano, 2010), è intuibile che gli elementi fondamentali della dinamica del rapporto siano: la crescita del denominatore cioè il PIL nominale e del numeratore che dipende dall'avanzo primario (entrate meno uscite al netto delle spese per interessi) e dal tasso di interesse sul debito. Il tasso di interesse a sua volta dipende dalle condizioni di stabilità, in un processo che potenzialmente si autoalimenta, sia in senso virtuoso che vizioso. In quest'ultimo caso, tassi di interesse elevati implicano crescita del debito elevata e quindi avanzi primari necessari per stabilizzare il debito sempre più insostenibili e/o meno credibili dai mercati. Se i necessari avanzi primari non sono ritenuti credibili, i mercati, temendo un default, richiedono interessi sempre più alti in una spirale debito-interesse sempre più esplosiva. Si consideri, inoltre, che gli avanzi primari in queste dinamiche critiche tendono anche a cambiare qualitativamente perché spesso i governi pospongono o tagliano le voci di spesa politicamente più sostenibili ma con più alti ritorni di lungo periodo, come le spese in conto capitale, ricerca e istruzione, compromettendo la crescita futura (Masuch et al., 2016).

Benché i bassi tassi di interesse di questi ultimi anni abbiano in generale sopito molte delle preoccupazioni sulla sostenibilità del debito e reso il debito sostenibile anche per paesi con crescita molto bassa (Blanchard, 2019), qualunque shock negativo che ad esempio inducesse tassi di interesse più alti, come un aumento dell'inflazione, potrebbe cambiare lo scenario.

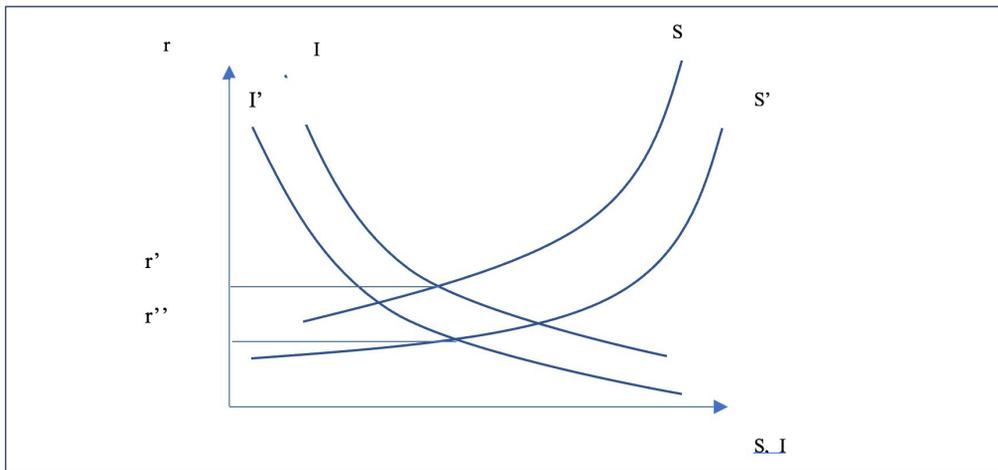
Malgrado i bassi interesse siano un bene per le finanze degli stati, tassi di interesse troppo bassi sono d'altro canto fonte di preoccupazione per le banche centrali perché riducono i margini di manovra della politica monetaria. E' il cosiddetto *Zero Lower Bound* del tasso di interesse. E' infatti intuitivo che al di sotto di un certo livello negativo del tasso di interesse delle attività finanziarie, il pubblico preferisca detenere moneta. Questa preferenza per la liquidità blocca il sistema finanziario rendendo inefficaci le immissioni di liquidità delle banche centrali che non riescono ad attivare né maggiori consumi né maggiori investimenti reali. Da questa incapacità nascono le politiche monetarie non convenzionali, Quantitative Easing in USA o LTRO in EU, che sono operazioni finanziarie più o meno complesse atte a superare l'effetto del Zero Lower Bond e spingere la liquidità, che le banche centrali creano, verso gli aggregati reali. In sintesi, tassi di interesse troppo vicini allo zero rappresentano pericolosi vincoli alle autorità monetarie in caso di shock negativi, depotenziando l'efficacia delle politiche monetarie espansive.

▶ PARAGRAFO 2. UN TENTATIVO DI RAZIONALIZZAZIONE

Se quindi esistono, come abbiamo visto, fondati motivi di preoccupazione delle tendenze in atto è utile comprendere come gli economisti razionalizzino questi trend e quali siano i meccanismi teorici che vengono chiamati in causa.

La maggior parte degli economisti *mainstream* (ma non quelli di fede keynesiana più ortodossa) ricorrono, non sorprendentemente, allo schema di domanda e offerta di risparmio (Figura 11). In questo approccio, il tasso di interesse osservato risulta dall'incrocio tra offerta di risparmio e domanda di fondi per investimenti, con il sistema finanziario che in questo schema è visto come un intermediario che crea una forbice tra la remunerazione percepita dai risparmiatori e il costo sostenuto dagli investitori. Quasi sempre questi aggregati vengono rapportati al PIL per poter facilitare l'analisi, correggere per il trend e permettere confronti tra economie.

Figura 11



In questo schema, i bassi di interesse e la relativa stagnazione degli investimenti vengono spiegati sia da aumenti dell'offerta di risparmio con spostamenti a destra in basso dell'offerta (da S a S') che da riduzioni o spostamenti in basso a sinistra della domanda di risparmio per investimenti (da I a I') (si veda Rachel e Smith, 2015). Si noti che senza lo spostamento di entrambe le relazioni, I e S, sarebbe impossibile dar conto dei fatti stilizzati di cui sopra. Uno spostamento solo della curva di risparmio indurrebbe un aumento degli investimenti che, però, non si osserva, mentre uno spostamento della sola curva degli investimenti comporterebbe un aumento controfattuale dei tassi.

I fattori che potrebbero aver determinato lo spostamento a destra dell'offerta di risparmio suggeriti in letteratura sono molteplici: un peggioramento delle aspettative di

crescita dei consumi, un aumento della volatilità dei consumi e dei redditi, un aumento del grado di avversione al rischio, l'invecchiamento della popolazione, l'aumento delle disuguaglianze dei redditi, le politiche di austerità dei governi, la crescita delle economie emergenti e della loro domanda di attività a basso rischio.

Numerosi sono anche i fattori che vengono proposti per spiegare lo spostamento a sinistra della domanda di risparmio per investimenti: un rallentamento della crescita della produttività, una diminuzione del prezzo medio dei beni di investimento, un aumento del grado di monopolio nei mercati.

Cercheremo di passare in rassegna alcuni di questi elementi dando conto dei principali meccanismi in atto nel modo meno formale possibile iniziando dall'offerta di risparmio.

▶ PARAGRAFO 3. I FATTORI CHE HANNO MODIFICATO L'OFFERTA DI RISPARMIO

Il modello base che determina l'offerta di risparmio come funzione del tasso di interesse è il modello del *Consumption Capital Asset Pricing Model* o CCAPM, (Cochrane, 2005; Schwartzman, 2014). Secondo questo modello, un risparmiatore razionale avverso al rischio eguaglia il sacrificio in termini di utilità di una unità di minor consumo oggi al valore atteso scontato del guadagno di utilità domani che quella unità risparmiata e messa a rendimento permetterà, formalmente:

$$(1) \quad U'(c_t) = E_t[(1+\rho)^{-1} U'(c_{t+1})(1+r_t)]$$

Dove $U'(c_t)$ e $U'(c_{t+1})$ sono l'utilità marginale, il valore in termini di utilità dell'ultima unità di consumo rispettivamente al tempo t e $t+1$, r_t è il rendimento reale netto o tasso di interesse reale ρ è il coefficiente di sconto personale dell'individuo che attualizza i valori futuri dell'utilità e cattura l'impazienza del consumatore. In presenza di incertezza l'individuo al tempo t deve fare delle previsioni sui valori futuri delle variabili e questo spiega la presenza dell'operatore valore atteso, $E[\]$. Questa condizione intuitivamente comprensibile prende il nome di condizione di Eulero ed è alla base dei moderni modelli macroeconomici così come dei modelli di finanza che prezzano le attività finanziarie. Se l'incertezza deriva solo dai consumi futuri ma il titolo di risparmio ha un rendimento privo di rischio r^f come ad esempio potrebbe essere un titolo di stato indicizzato, dopo alcuni passaggi (Cochrane, 2005; Bertola e Bagliano, 2007) e sotto alcune ipotesi circa la forma della funzione di utilità, si ottiene:

$$(2) \quad r_t^f = \rho + \theta E[g_{c_t}] - \theta^2 \text{Var}(g_{c_t})$$

Dove θ è un parametro che cattura la curvatura della funzione di utilità e quindi sia la facilità con cui gli individui sostituiscono il consumo di date diverse sia l'avversione al rischio. Maggiore θ , maggiore l'avversione al rischio e maggiore il tasso di interesse richiesto dal risparmiatore per ogni livello di risparmio, inoltre, maggiore l'impazienza dell'individuo (maggiore ρ) maggiore il tasso di interesse. Dalla relazione si deriva anche che se il risparmiatore prevede alti tassi di crescita dei consumi, $E[g_c]$, richiederà razionalmente interessi maggiori. Il motivo è che in questo caso vorrà anticipare i suoi consumi futuri poiché il valore di una unità di consumo in termini di utilità quando il livello dei consumi sale sarà minore per l'ipotesi dell'utilità marginale decrescente. Ad esempio, per convincere un individuo che prevede nel suo futuro maggiori livelli di consumo, magari dovuti ad incrementi attesi nel suo reddito, sarà necessario offrire rendimenti al suo risparmio più elevati. Se invece egli prevede un futuro peggiore sarà spinto a risparmiare di più per garantirsi il consumo di oggi, in questo frangente convincerlo a risparmiare richiede minori tassi di interesse. Lo stesso principio spiega il terzo fattore $\theta^2 Var(g_c)$ la volatilità della crescita dei consumi, che cattura l'incertezza del suo futuro ancorché pesato per il parametro θ (la sua avversione al rischio). Se il futuro diventa più incerto per convincerlo a risparmiare non occorrerà un tasso di interesse alto ma al contrario sarà sufficiente un rendimento minore perché il maggior risparmio attenua le perdite di utilità in caso di variazioni negative dei consumi.

Se invece il rendimento del titolo è incerto, sotto alcune ipotesi sulla distribuzione statistica congiunta di crescita e rendimenti, la condizione diventa:

$$(3) \quad r_t - r_t^f = \frac{-Cov[U'(c_{t+1}), r_{t+1}]}{E_t[U'(c_{t+1})]}$$

Rispetto al titolo privo di rischio dell'equazione (2), un titolo o un portfolio rischioso richiede un rendimento maggiore del titolo a reddito fisso r_t^f . Questo premio di rischio diminuisce se i consumi futuri attesi sono maggiori³ e se la correlazione statistica (operatore $COV[\]$) tra rendimento del titolo i consumi è maggiore. Il motivo è che, in questo caso, il titolo non rappresenta una buona assicurazione contro il rischio di disutilità nel futuro⁴. Un titolo che promette un rendimento alto (basso) quando i consumi sono già alti (bassi) e hanno, quindi, una utilità unitaria bassa (alta), per poter essere "appetibile" deve rendere di più perché non garantisce copertura per il rischio e anzi amplia le oscillazioni di utilità. In caso di shock avversi e quindi perdite di consumo è meglio, per il risparmiatore avverso al rischio, e che pesa le perdite più dei guadagni, un titolo che assicuri contro le perdita di utilità dovuta alle diminuzioni del consumo. Per tale titolo, quindi, il rendimento richiesto sarà più basso.

Benché il modello CCAMP abbia difficoltà a spiegare alcuni fatti stilizzati della finanza⁵, esso, comunque, stabilisce i meccanismi base dell'offerta di risparmio e il suo lega-

3 E' evidente se si considera un aumento nel consumo futuro Δc_{t+1} . Se fosse atteso un più alto consumo in $t+1$, $U'(C_{t+1})$ scende, quindi il premio di rischio diminuisce ($1/U'$ aumenta ma ha segno negativo).

4 Il caso emblematico è quello dell'assicurazione contro i danni che da al contraente titolo ad un risarcimento in caso di disutilità da danno e quindi paga, in effetti, un rendimento negativo contro il rischio di danno.

5 In particolare il differenziale tra titoli quasi privi di rischio come i titoli di stato e il rendimento di portafogli diversificati, il cosiddetto *equity premium puzzle*.

me con la crescita attesa indicando anche alcuni dei fattori che potrebbero spiegare i fatti stilizzati della stagnazione secolare (Schwartzman, 2014). Secondo il modello, infatti, un peggioramento delle aspettative sulla crescita del consumo futuro spingono gli agenti economici ad aumenti del risparmio per un dato livello di tasso di interesse o a diminuzioni del tasso di interesse necessario a convincere gli agenti a risparmiare lo stesso ammontare. In altre parole, la curva dei risparmi si sposta verso il basso a destra quando le aspettative degli agenti circa la crescita sono riviste al ribasso, in linea con i fatti stilizzati.

Anche aumenti della volatilità possono aumentare il risparmio per ogni dato tasso di interesse. E' quindi molto plausibile che le crisi finanziarie, succedutesi dal fallimento della Lehman del 2008 in poi, incrementando la volatilità sia degli asset "sicuri" che di quelli rischiosi siano una concausa dello spostamento dell'offerta di risparmio. Infine, per quanto riguarda il premio per il rischio anch'esso potrebbe essere stato influenzato da basse aspettative di crescita come abbiamo discusso precedentemente, in linea con i fatti stilizzati secondo cui negli ultimi anni il differenziale tra titoli senza rischio e rischiosi è aumentato (Caballero e Fahri, 2017).

Quando nel modello del risparmio ottimale l'orizzonte temporale si allarga ad abbracciare l'intero ciclo vitale e, in una ottica aggregata, ci si addentra nella complessa interazione tra generazioni, emerge prepotentemente l'importanza del fattore demografico nella determinazione del risparmio aggregato (Ferrero et al., 2017).

La teoria del ciclo vitale di Modigliani, per i meccanismi visti sopra, immagina l'individuo impegnato a rendere il suo consumo il più stabile possibile nel corso della propria vita lavorativa e non. In questo schema, mentre le coorti di individui molto giovani o molto anziane non risparmiano (o consumano il loro risparmio) perché non attive, quelle in età lavorativa sono impegnate a risparmiare per il periodo di pensionamento.⁶ Quando si considera il ciclo vitale la dinamica del risparmio aggregato diventa complessa. I paesi in cui la popolazione invecchia potrebbero inizialmente osservare un aumento del risparmio. Al principio, infatti, la popolazione attiva aumenta perché il peso dei giovani si riduce mentre quella anziana rappresenta ancora solo una piccola frazione. Nel tempo tuttavia la situazione si ribalta perché la popolazione attiva si riduce perché sempre meno giovani sostituiscono gli anziani lavoratori in pensione che utilizzano i loro risparmi passati per i loro consumi. Questi fenomeni si basano fondamentalmente sulla dinamica del *dependency ratio* cioè sulla struttura dei rapporti tra popolazione attiva e non attiva rispetto alla forza lavoro. Maggiore il *dependency ratio* minore il risparmio.

Ciononostante, non è affatto ovvio che questo meccanismo sia dominante e che l'invecchiamento della popolazione porti necessariamente ad una riduzione del risparmio e quindi un aumento del tasso di interesse. Il motivo risiede nel fatto che l'invecchiamento è legato all'aumento della speranza di vita e alla distribuzione del reddito. Come ben evidenziato da Bloom et al. (2003) un aumento della speranza di vita implica un aumento degli anni in cui si dovrà contare sul proprio risparmio e questo implica un aumento del risparmio desiderato, in particolare per coprire le spese mediche non garantite dai sistemi pubblici come mostrano De Nardi et al. (2009).

6 Ciò è vero anche nelle economie in cui il sistema previdenziale pubblico è presente perché esso, specie recentemente, garantisce in molti casi solo una frazione del reddito corrente alla data del pensionamento.

Un ulteriore elemento che amplifica questo meccanismo è il fatto che la speranza di vita è aumentata ma non per tutte le fasce di reddito. I dati del *Congressional Research Service* (ibid., 2021) mostrano, ad esempio, che la speranza di vita per la coorte del 1930 sia 77 anni quando si considerano gli individui del primo decile della distribuzione del reddito e 82 anni quando si considerano quelli dell'ultimo più alto. Nel tempo, quando si considerano i nati nel 1960, ad esempio, i dati mostrano che mentre i più ricchi hanno visto crescere la loro speranza di vita a 89 anni (+7) quelli più poveri non hanno beneficiato di nessun aumento. Sono indubbiamente dati inquietanti.

L'incremento della speranza di vita che spinge a risparmiare di più e che è maggiore per le fasce di reddito più alte è un meccanismo che contrasta il meccanismo del *dependency ratio*. Questo è ovviamente vero nella misura in cui i più abbienti risparmiano un maggior ammontare di reddito in termini assoluti ma lo è ancora di più se risparmiassero una maggiore quota relativa. Nonostante il dibattito sembri surreale per i non economisti, secondo la teoria economica non è ovvio che i ricchi risparmino relativamente di più. Molti modelli teorici prevedono, al contrario, tassi di risparmio invarianti rispetto al reddito o addirittura maggiori per i redditi più bassi (Dyan et al., 2004)⁷. Recentemente tuttavia l'evidenza empirica (Dyan et al. 2004) ha mostrato che le famiglie che appartengono ai percentili di reddito più alti risparmiano una quota relativa maggiore di reddito (per gli USA 9% il primo percentile, 24,5% l'ultimo) anche se la dinamica tra risparmio e disuguaglianza rimane complessa e dibattuta (Scheuermeyer et al., 2026). Il quadro che viene a delinearsi è quindi un complesso intreccio tra invecchiamento della popolazione, aumento della speranza di vita e crescita della disuguaglianza che avrebbe portato ad uno spostamento in basso a destra della curva di risparmio in questi decenni.

Benché le famiglie con le loro scelte di risparmio siano le protagoniste della dinamica del risparmio non possiamo trascurare altri due attori: il risparmio estero e il governo. Per quanto riguarda il primo si teorizza un *global saving glut* (eccesso di risparmio globale) secondo cui l'impetuosa crescita delle economie emergenti, in primis la Cina, caratterizzate da consistenti avanzi delle partite correnti e quindi da eccessi di risparmio rispetto agli investimenti interni⁸ abbia aumentato la domanda mondiale di attività finanziare prive di rischio (Bernanke et al., 2011; Caballero et al., 2014). Tuttavia, a questa domanda di attività prive di rischio non è corrisposto un aumento dell'offerta e quindi l'eccesso di domanda avrebbe trainato verso il basso i rendimenti. Hall (2017) prospetta uno scenario caratterizzato da risparmiatori e operatori delle economie emergenti avversi al rischio con eccessi di risparmio e operatori delle economie avanzate meno avversi al rischio che nella loro scelta di portafoglio ottimale si indebitano per eguagliare il loro saggio marginale di sostituzione rischio-rendimento al prezzo del rischio.

Anche i governi, infine, con le loro politiche fiscali avrebbero contribuito allo spostamento dell'offerta di risparmio. Quando i governi finanziano deficit crescenti mediante

7 Contro-intuitivamente i poveri "dovrebbero" risparmiare di più perché secondo l'ipotesi dell'utilità decrescente in caso di shock avverso la perdita di utilità sarebbe maggiore. Da un punto di vista teorico il maggior risparmio dei ricchi viene invece spiegato dalle distorsioni introdotte dai sistemi previdenziali pubblici, dalle imperfezioni dei mercati dei capitali i cui rendimenti migliori sarebbero preclusi ai meno abbienti e come abbiamo visto dalle diverse speranze di vita (Dyan et al., 2004)

8 Secondo la contabilità nazionale ogni squilibrio interno tra risparmio totale e investimenti interni trova il suo corrispondente squilibrio esterno delle partite correnti e viceversa

titoli di debito, chiaramente aumenta la loro offerta e scende il prezzo, aumentando quindi il loro rendimento. Rachel e Summers (2019) e Rachel e Smith (2015) mostrano che senza gli aumenti della spesa pubblica finanziata con debito degli ultimi decenni il tasso di interesse sarebbe stato di gran lunga inferiore. Specularmente, nella misura in cui i governi negli ultimi anni hanno attuato misure di riduzione del debito, questo avrebbe portato ad una riduzione del tasso di interesse. Quanto queste misure di austerità, soprattutto nell'Eurozona, abbiano influenzato il tasso di interesse e soprattutto la crescita è ancora oggetto di dibattito (De Grauwe, 2015).

Meno dubbi ci sono invece sul ruolo negativo del “deleveraging” (riduzione dell’indebitamento) del settore privato per quanto riguarda la crescita (Lo e Rogoff, 2015). Dall’inizio della cosiddetta “Grande Recessione” del 2008, infatti, il comportamento sull’indebitamento più prudente da parte di famiglie e imprese, ma soprattutto la contrazione del credito da parte delle banche imposto dall’incertezza crescente sui bilanci dei debitori e da una nuova regolazione bancaria più stringente, sono stati un fattore importante nell’amplificare la crisi, prima, e rallentare la ripresa della crescita, poi. Meno ovvi sembrano essere, invece, gli effetti sul tasso di interesse, perché il “deleveraging” delle banche riducendo l’offerta di fondi per l’investimento aumenta il tasso di interesse non lo diminuisce come invece si osserva (Summers, 2015) benché sia tuttavia vero che lo spread tra il costo di finanziamento del capitale a rischio e quello senza rischio è aumentato come previsto dal meccanismo del “deleveraging” (si veda Caballero e Farhi, 2014).

4. I FATTORI CHE HANNO MODIFICATO LA DOMANDA DI RISPARMIO PER INVESTIMENTI

Come abbiamo visto, l’altra relazione che contribuisce a determinare il tasso di interesse è la domanda di fondi per gli investimenti da parte di imprese e famiglie⁹. La teoria economica prevede che l’impresa aumenti il proprio stock di capitale attraverso l’investimento quando il prezzo sul mercato di un’unità di capitale è inferiore al rendimento che la stessa trae da quell’unità sul mercato. Nel caso più semplice in cui non esistano costi di installazione e non vi sia incertezza, la domanda di investimento deriva da una condizione di ottimo che eguaglia il valore dell’ultima unità di capitale installata dall’impresa, il Ricavo Netto Marginale del capitale installato (RNMK), al costo d’uso del capitale, $(r + \delta) P_k$:

$$(4) \quad RNMK = (r + \delta) P_k$$

⁹ Per le famiglie tipicamente si tratta di investimenti in nuovi immobili

dove r è il tasso di interesse reale, δ il deprezzamento e P_k il prezzo di una unità di capitale sul mercato in termini di unità di consumo. In particolare, il RNMK coincide con la produttività marginale del capitale in assenza di costi di installazione e prezzi costanti del prodotto normalizzati a uno. In generale invece, il RNMK contiene anche i prezzi e i tassi futuri perché il contributo ai profitti di una unità aggiuntiva di capitale dipende, oltre che dalla tecnologia di produzione, presente e futura, anche dai futuri prezzi di vendita dell'output dell'impresa e dai tassi usati per l'attualizzazione dei valori futuri (Bagliano e Bertola, 2011). Applicando il teorema della funzione implicita, dall'equazione (4) e dalle considerazioni sulla RNMK si ottiene una relazione decrescente rispetto al tasso di interesse. (Bagliano e Bertola, 2011)¹⁰. Molti sono i fattori che determinano la posizione della relazione così trovata. Uno di essi, legato appunto alla tecnologia di produzione, è il rapporto tra capitale e lavoro. Per la legge dei rendimenti marginali decrescenti, al crescere di questo rapporto, il RNMK diminuisce. Si comprende quindi facilmente come al diminuire del fattore lavoro, che in una economia dipende in ultima istanza da fattori demografici, di genere e migratori, il rapporto K/L sale e la produttività del capitale scende¹¹. Questo meccanismo di tipo tecnico, che è alla base dei modelli di crescita, spiega lo spostamento della curva I verso sinistra e lega investimento e demografia. Nel nostro contesto, l'investimento viene a stagnare a causa dell'invecchiamento della popolazione perché diminuendo la forza lavoro esso abbassa la produttività del capitale.

Ma i fattori demografici possono anche agire influenzando le aspettative di profitto delle imprese che a loro volta influenzano il MRNK. Questo meccanismo è enfatizzato nel pensiero dello stesso Hansen (1939). Hansen, influenzato dalle teorie di Keynes, in particolare dal discorso di Keynes alla *Eugenics Society* pubblicato nel '37 (Keynes, 1937), suggerisce¹² che le aspettative degli investitori sulla domanda di beni durevoli siano molto condizionati dalla demografia. Nella misura in cui un calo della crescita della popolazione determina una minore crescita attesa della domanda per beni e servizi si avrebbe, secondo Hansen, un conseguente calo degli investimenti. Successivamente, il messaggio pessimista di Hansen perse molto del suo appeal a causa della forte crescita degli anni 50' e 60'. Peraltro, oltre al boom delle nascite (ma non dei tassi di fertilità), la forza lavoro negli USA crebbe comunque e avvenne anche e soprattutto a causa dell'aumento della partecipazione femminile alla forza lavoro. Ma con il calo della natalità degli ultimi decenni e il rapido invecchiamento della popolazione in molti paesi avanzati, que-

10 La condizione può anche essere vista come la condizione in equilibrio di stato stazionario dell'impresa che risolve l'ottimo livello di investimento con costi di aggiustamento per massimizzare la somma dei profitti (Bagliano e Bertola, 2011):

$$\text{Max} \int_0^{\infty} (R(K, \cdot) - P_k C(I, K) - wL) e^{-\int_0^t r(s) ds} dt \text{ s. v. } \dot{K} = I - \delta K$$

dove $R(K, \cdot)$ è la funzione di ricavo, $C(I, K)$ sono i costi di installazione e wL i costi del fattore lavoro. Il RNK è la derivata rispetto a K dei profitti $(R(K, \cdot) - P_k C(I, K) - wL)$. In caso di incertezza ma di impresa neutrale al rischio si deve considerare il problema in termini di valore atteso.

11 Si dimostra facilmente se si considera la produttività marginale del capitale nel caso di tecnologia ad esempio Cobb-Douglas

12 Hansen (1939) sottolinea anche che la fine dello spostamento a Ovest della frontiera ha diminuito le opportunità di investimento da un punto di vista teorico non è molto diverso dal sostituire al lavoro L la terra.

sto meccanismo è considerato uno dei cofattori più importanti per spiegare la stagnazione secolare (Eggertsson et al., 2019).

Il declino dei prezzi dei beni capitali è un altro fatto stilizzato da molti associato alla stagnazione secolare (Hall, 2017; Eichener, 2015; Rachel e Summers, 2019). Dalla equazione (4) ne deriverebbe che diminuzioni dei prezzi dei beni di investimento dovrebbero avere un impatto positivo sulla domanda di investimenti perché abbassano il costo dell'azienda di implementare l'investimento. Tuttavia complessivamente il valore speso in investimenti dall'impresa potrebbe diminuire se la quantità di capitale dell'impresa aumenta meno della diminuzione dei prezzi. L'effetto complessivo dipende dalla facilità con cui è possibile sostituire il capitale (meno costoso) con il lavoro che si misura con l'elasticità di sostituzione capitale/lavoro. Se è piuttosto difficile farlo, cioè l'elasticità è minore di uno, allora diminuzioni del prezzo portano certamente ad un aumento della quantità reale di investimenti ma ad una spesa nominale per investimenti ($I \cdot P_k$) minore e quindi minor richiesta di risparmio per finanziarli. Rachel e Smith (2015) mostrano che lo spostamento della curva di Investimento dovuto al declino dei prezzi dei beni capitali non è marginale e che inoltre la diminuzione dei prezzi rende la curva più rigida e meno sensibile al tasso di interesse (altro fattore che indebolirebbe l'efficacia delle politiche monetarie).

Un'altra spiegazione per la diminuzione degli investimenti è anche l'aumento del potere monopolistico che si è osservato in molti paesi negli ultimi anni (De Loecker e Eeckhout, 2017). La domanda di capitale dell'impresa, così come quella di lavoro, è influenzata dal regime di mercato (più o meno concorrenziale) che vige sia nel mercato dei fattori che in quello del bene che produce. Come noto, ad esempio, l'impresa monopolistica produce di meno e pratica un prezzo maggiore, non sorprende quindi che necessiti di minore quantità di fattori produttivi¹³. Anche un aumento del grado di potere monopolistico tende quindi a spostare la curva di Investimento verso sinistra (De Loecker e Eeckhout, 2017)¹⁴.

Infine anche il rallentamento della crescita della produttività, che influisce direttamente sulla MRNK e quindi sulla domanda di beni di investimento, avrebbe influenzato la posizione della curva di Investimento. Si deve attendere gli anni 2000 e lo stabilizzarsi dei trend negativi di crescita per una rinnovata preoccupazione sulla stagnazione della crescita della produttività. Gli economisti con metodi statistici sono soliti "depurare" la crescita dall'effetto dell'accumulazione dei fattori (Lavoro, Capitale Umano, Capitale Fisico) ottenendo una crescita residuale che viene definita crescita della Produttività Totale dei Fattori (TFP). Tale crescita residuale, per esclusione, viene legata ad aumenti di efficienza e/o al progresso tecnico. Sin dai contributi di Solow (1957) è risultato evidente che questa componente è di gran lunga la componente principale della crescita di lungo periodo delle economie avanzate. Tuttavia la crescita della TFP è diminuita in modo preoccupante negli ultimi decenni in tutti i paesi sviluppati e sicuramente ha contribuito anche alla diminuzione della curva I tramite il suo effetto sulla MRNK (Adler et al., 2018; Gordon, 2015).

13 Nel caso di potere monopsonistico nel mercato dei fattori la domanda di fattore è inferiore a quella dell'impresa price taker

14 Il RNMK si modifica per tener conto che il ricavo medio non è più un dato come in concorrenza ma diminuisce all'aumentare della produzione

Gordon (2012), tra i più importanti studiosi del fenomeno, non è ottimista per il futuro e analizzando nel lungo periodo le rivoluzioni tecnologiche (dal motore a combustione interna a quella digitale per arrivare fino a quella odierna dell'informazione) sottolinea come l'impatto sulla crescita delle recenti innovazioni non possa minimamente rivaleggiare con quello delle precedenti¹⁵. Secondo Gordon (2012), inoltre, una serie di fattori contrastanti la crescita (headwinds factors) si intrecciano con il rallentamento del progresso tecnico. In particolare alcuni "bonus" per quanto riguarda i fattori produttivi non si potranno più ripetere. In primis, non si potrà più contare sugli spettacolari aumenti della partecipazione femminile alla forza lavoro per contrastare l'effetto dell'invecchiamento della popolazione perché non vi sono più i margini. In aggiunta, Gordon (2012) si sofferma anche sull'esaurimento del cosiddetto "bonus scolarizzazione". Risulta, infatti, evidente che per le economie avanzate non vi siano neanche più i margini per aumentare il tasso di scolarizzazione primaria e secondaria i cui effetti per la crescita sono stati così rilevanti nel passato. Ovviamente, sarebbe sempre possibile incrementare il capitale umano con l'alta formazione universitaria e post universitaria ma questa opzione viene di molto depotenziata a causa dei costi crescenti che ne scoraggiano l'accesso di massa. La preclusione dell'alta formazione alle fasce meno abbienti, ma ormai anche medi, i cui redditi, come abbiamo visto, stagnano da molti anni, forma un preoccupante circolo vizioso che intreccia tra loro ineguaglianza, stagnazione della crescita e investimento in capitale umano (Gordon, 2015; Pagano e Sbracia, 2014).

Ciononostante, per quanto riguarda l'innovazione in sé, occorre dire che non tutti condividono il pessimismo di Gordon. Se si immagina il progresso tecnico come l'output di un processo produttivo che richiede risorse, un elemento cruciale per predirne l'evoluzione è l'esistenza di rendimenti crescenti o decrescenti rispetto alle risorse impiegate. Jones (2016) riporta come, mentre il numero di ricercatori (usata come proxy delle risorse spese in R&S) sia molto cresciuto nel tempo, non così è avvenuto per il numero di brevetti. Il cosiddetto effetto "fishing out", secondo cui le nuove scoperte diventano sempre più difficili da trovare, sarebbe dominante rispetto all'effetto "standing on the shoulders of giants" di Newtoniana memoria, secondo cui le nuove scoperte sono facilitate dalle idee e dalle scoperte precedenti. Dall'evidenza empirica sembra prevalere il primo, sebbene vi siano degli economisti che non condividono il pessimismo di Gordon. Sia Mokyr e Ziebarth (2015) che Pagano e Sbracia (2014), tra gli altri, sottolineano come il pessimismo circa la crescita del progresso tecnologico e i suoi effetti sia un elemento che emerge ciclicamente nel dibattito economico ma che è sempre stato smentito. L'impazienza di veder implementate le annunciate mirabolanti tecnologie (Intelligenza Artificiale, Nanotecnologie, Genomica, etc.) è sicuramente umana e il ritardo della loro implementazione favorisce il pessimismo. Tuttavia lo studio delle passate innovazioni, come sottolineano Mokyr e Ziebarth (2015), mostra la necessità di una complessa complementarietà tra innovazioni sia per il loro completo sviluppo sia per la loro successiva implementazione il che implica conseguentemente lenti processi di diffusione ma che, una volta innescati, danno luogo a straordinarie crescite (Mokyr e Ziebarth, 2015).

15 Se si pensa alle riduzioni dei tempi di trasporto dovute alle diverse tecnologie emerge chiaramente che le innovazioni che si sono succedute dall'introduzione del motore a vapore hanno avuto impatti decrescenti (Gordon, 2012)



LA STAGNAZIONE SECOLARE AL TEMPO DEL COVID-19

Indubbiamente, anche l'attuale crisi da Covid-19 potrebbe aver influito e influire nel futuro sulle tendenze già in atto, incidendo sia direttamente sull'evoluzione futura di risparmi e investimenti che indirettamente attraverso le politiche economiche messe in campo per contrastare la crisi.

Duprat (2021) ritiene che, nella incertezza causata dalla pandemia, aumenterà ancor più la propensione al risparmio delle famiglie, con una conseguente accentuazione dei meccanismi che abbiamo discusso sopra. In linea con il modello di risparmio base, infatti, l'aumento dell'incertezza ha un effetto diretto e positivo sul risparmio e i primi dati sembrano confermare questa previsione con un forte aumento, in seguito alla pandemia, dei risparmi in forma di depositi liquidi (Lilla et al., 2021).

Ancora, Furceri et al. (2021) evidenziano come nel passato epidemie molto meno gravi del Covid-19 abbiano prodotto peggioramenti duraturi nell'indice di Gini della disuguaglianza in un campione di 175 paesi. Gli stessi autori mostrano, poi, come la pandemia e le misure adottate per contrastarla abbiano colpito in particolar modo i lavoratori meno qualificati e le famiglie finanziariamente deboli, aumentando le disuguaglianze. Secondo Duprat (2021) dobbiamo aspettarci a causa dell'aumento delle disuguaglianze indotto dal Covid-19 un ulteriore aumento del risparmio e un rallentamento della crescita.

Nonostante i molti aspetti negativi che abbiamo citato, potrebbero anche esserci delle conseguenze indotte dalla pandemia che sono in controtendenza.

Infatti, si è osservata con la pandemia un'accelerazione della trasformazione digitale che potrebbe in generale aumentare la produttività con riflessi positivi sugli investimenti, anche se, secondo Duprat (2021), la probabile marginalizzazione dei lavoratori meno adattabili alle nuove tecnologie porterebbe con sé ulteriore disuguaglianza (Duprat, 2021).

Vi sono, poi, economisti che rimarcano come il Covid-19 abbia messo in discussione molti dei paradigmi delle catene del valore impennate sulla delocalizzazione dei processi produttivi, evidenziandone tutta la fragilità e i rilevanti costi indotti dalle interruzioni di forniture essenziali. (per una rassegna Eu-Policy Department, 2021). Il *reshoring* o/e il *nearshoring* di alcune fasi della produzione erano processi già iniziati prima della pandemia ma il blocco di alcune esportazioni nel settore medicale e di molte componenti essenziali per l'industria dell'auto, ma non solo, ha imposto alle imprese e ai governi un radicale ripensamento delle catene del valore che include perlomeno elementi di diversificazione del rischio (Barbieri et al., 2020). Per i paesi avanzati, e quelli meno avanzati ma logisticamente vicini, tutto ciò potrebbe significare una forte accelerazione degli investimenti per sostituire le produzioni del *Far-East* (Eu-Policy Department, 2021).

La crisi pandemica, infine, potrebbe avere effetti positivi sulla "Stagnazione Secolare" mediati dall'effetto delle politiche fiscali adottate per contrastarla. È noto, in-

fatti, come la risposta di molti governi alla crisi del Covid-19 sia stata indubbiamente una maggiore spesa pubblica. Nell'immediato, tale spesa è essenzialmente consistita in spesa corrente per trasferimenti (prevalentemente sussidi di disoccupazione e ristori) ma successivamente ha assunto la forma di imponenti piani di investimenti infrastrutturali sia in USA (American Rescue Plan) che in EU (Next Generation EU). In effetti, questa politica fiscale espansiva in conto capitale è esattamente quella auspicata da molti economisti per combattere la stagnazione secolare (Summers, 2016; Eichengreen, 2015; Stiglitz, 2018; tra gli altri). Sicuramente il trend decrescente del rapporto investimenti pubblici su PIL dei paesi avanzati degli ultimi decenni è stato una concausa della bassa crescita e della anemia degli investimenti reali, quindi una inversione di tendenza è non solo auspicabile ma necessaria (Summers, 2016). In questo senso, la risposta dei governi potrebbe aver spinto proprio all'adozione delle politiche di investimento pubblico necessarie per combattere la "Stagnazione Secolare". Tuttavia la cautela è d'obbligo, perché, se da un lato è opinione comune che la politica fiscale espansiva, anche in conto capitale, induca aumenti del PIL nel breve periodo (Blanchard e Leigh, 2013) meno ovvio è che tale crescita sia sostenuta nel tempo. La grande eterogeneità tra paesi degli effetti delle politiche fiscali espansive, come recentemente mostrano Fournier e Johansson (2016), pone molti interrogativi sulla loro efficacia in questo senso. Fournier e Johansson (2016) mostrano empiricamente che, oltre alla dimensione e alla composizione della spesa dei governi, a determinarne gli esiti positivi o negativi sulla crescita vi è la qualità istituzionale. Anche Rodríguez-Pose e Garcilazo (2015) confermano l'importanza della qualità delle istituzioni nello spiegare l'efficacia degli investimenti pubblici in termini di crescita.

Questi distinguo introducono l'ampilissimo tema delle relazioni tra istituzioni e crescita economica, tema complesso su cui la ricerca è vasta e la cui trattazione va ben oltre lo scopo del presente contributo. Tuttavia, per comprenderne l'importanza, anche per il contesto presente, basti accennare che, seguendo North (1990), la qualità istituzionale non è una caratteristica delle economie che dipende semplicemente dal design delle istituzioni formali (regolamenti, leggi, costituzioni) ma anche dalle complesse interazioni tra queste e le istituzioni informali (convenzioni, codici etici, norme di comportamento auto imposte) determinate dalla cultura (Alesina e Giuliano, 2015). A loro volta, le istituzioni informali, che in letteratura vanno spesso sotto il nome di Capitale Sociale, hanno profonde radici storiche (Putnam et al. 1993; Guiso et al., 2011) e fanno sì che apparentemente identici assetti istituzionali esprimano ampie differenze di efficienza di governo (Putnam et al., 1993; Guiso et al., 2011). A complicare il tutto, il disegno delle istituzioni formali, come ad esempio il grado di decentramento dei poteri, può influenzare il ruolo che il Capitale Sociale ha sulla crescita, mitigandolo o amplificandolo (Helliwell e Putnam, 1995). Benché queste possano sembrare considerazioni molto astratte, nel nostro contesto fanno riferimento a scelte molto concrete, come, ad esempio, a quale livello di governo, locale o centrale, devolvere la responsabilità dei progetti di investimento del Piano Nazionale per la Ripresa e Resilienza (PNRR). Tali scelte, che appaiono cruciali per il successo dei progetti del PNRR, dovrebbero quindi tenere conto della qualità delle istituzioni locali, a sua volta determinata dal livello di capitale sociale locale.

 CONCLUSIONI

Molti economisti, guardando ai trend negativi di crescita e dei tassi di interesse delle economie avanzate, ritengono che queste tendenze configurino una “Stagnazione Secolare” caratterizzata da una crescita di lungo periodo prossima allo zero e da un tasso di interesse naturale o di piena occupazione non raggiungibile con le tradizionali politiche monetarie. Molti fattori sono stati chiamati in causa per dar conto di questi trend, tra questi: l'invecchiamento della popolazione, l'aumento della volatilità dei mercati finanziari, l'aumento del potere monopolistico, la diminuzione dei prezzi dei beni capitali, le politiche di austerità, la distribuzione del reddito, il rallentamento dell'innovazione. Alcuni di questi fattori si intrecciano tra loro, evidenziando meccanismi a volte contro-intuitivi formando un quadro complesso. Anche la recente crisi indotta dalla pandemia potrebbe aver influenzato alcune delle tendenze in atto, amplificandole o contrastandole.

In questa breve e sicuramente non esaustiva rassegna, che privilegia una visione generale oltre il dettaglio, si è cercato, dopo una presentazione dei principali fatti stilizzati, di riassumere lo schema generale in cui gli economisti si muovono per razionalizzare questi fenomeni. Si è poi cercato di riassumere i vari e complessi meccanismi che concorrono a determinare le tendenze in atto e fornire delle risposte per possibili contromisure di politica economica. Si è infine accennato alle possibili interrelazioni tra questi trend di lungo periodo e lo shock indotto dalla crisi da Covid-19. In particolare, le politiche fiscali espansive messe in campo dai governi in seguito alla crisi pandemica potrebbero avere come effetto collaterale quello di combattere la “Stagnazione Secolare” ma richiedono un attento design nella loro implementazione che tenga conto anche dei recenti sviluppi teorici su crescita ed istituzioni.

 BIBLIOGRAFIA

- Adler P., Duval G., Furceri G., Kiliç-Çelik S., Koloskova K. et al. (2018), Gone with the Headwinds: Global Productivity, IMF staff discussion note, 2018.
- Alesina, A. e Giuliano, P. (2015). Culture and institutions. *Journal of Economic Literature*, 53(4), 898- 944.
- Backhouse R. E. e Boianovsky M. (2016), “Secular stagnation: The history of a macroeconomic heresy”, *The European Journal of the History of Economic Thought*, 23:6, 946-970, DOI: 10.1080/09672567.2016.1192842
- Bagliano F. and Bertola G. (2007) *Models for dynamic macroeconomics*, Oxford University Press

- Banca d'Italia (2021), Rapporto sulla stabilità finanziaria 2/21
- Barbieri, P., Boffelli, A., Elia, S., Fratocchi, L., Kalchschmidt, M. and Samson, D. (2020), "What can we learn about reshoring after Covid-19?", *Operations Management Research*, Vol. 13 No. 3, pp. 131-136.
- Bernanke B. S., Bertaut C., DeMarco L.C. e Kamin D. (2011), "International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007," Technical Report 1014, Federal Reserve Board, February 2011. *International Finance Discussion Papers*
- Blanchard, O. J., e Leigh Daniel. (2013) "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers." *American Economic Review*, 103 (3): 117-20.
- Blanchard O., (2019) "Public Debt and Low Interest Rates." *American Economic Review*, 109 (4): 1197-1229.
- Bloom D.E., Canning D. e Graham B. S.,(2002) Longevity and Life Cycle Savings (February 2002). NBER Working Paper No. w8808, Available aSSRN: <https://ssrn.com/abstract=302569>
- Caballero, R J e Farhi E. (2014), "The Safety Trap," NBER Working Paper No. 19927. CEPR Policy Insight.
- Cochrane, John H., (2005) , *Asset Pricing*, Revised Edition. Princeton: Princeton University Press.
- Congressional Research Service (2021) The Growing Gap in Life Expectancy by Income: Recent Evidence and Implications for the Social Security Retirement Age Updated July 6, 2021 Congressional Research Service <https://crsreports.congress.gov/R44846>
- d'Arvisenet P., (2016) "The dynamics of real interest rates, monetary policy and its limits, Economic-research" *Bnp-Paribas W.P.* May 2016
- De Grauwe P. (2015) "Secular stagnation in the Eurozone" *VoxEU.org* 30 January
- De Loecker J. e Eeckhout J., (2017) "The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications", NBER Working Paper 23687 <http://www.nber.org/papers/w23687>
- De Nardi M., French E. e Jones J.B. 2009 "Life Expectancy and Old Age Savings" *American Economic Review* Vol 99 n.2 May 2009
- Duprat M. H. (2021) "Covid-19 and General Stagnation", Société Générale Economics & Sector Studies WP n.14 Jan 2021
- Koh D. , SantaaulàlianLlopis R. e Yu Zheng, (2020). "Labor Share Decline and Intellectual Property Products Capital," *Econometrica*, Econometric Society, vol. 88(6), pages 2609-2628, November.
- Dynan K. E , Skinner J. e Zeldes S. P,(2004), "Do the rich save more?," *Journal of Political Economy*, 2004, 112 (2), 397-444.
- Eichengreen B., (2015) "The Mayekawa Lecture: Wall of worries: reflections on the secular stagnation debate", *Monetary and Economic Studies*, vol. 33, no. 1 (2015).
- Escolano, J. (2010), "A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates", Technical Notes and Manuals 10/02, International Monetary Fund (9) (PDF) A Guide to Public Debt Equations. Available from: https://www.researchgate.net/publication/228216640_A_Guide_to_Public_Debt_Equations
- Eggertsson B., Manuel Lancastre e Summers Lawrence H.. (2019). "Aging, Output Per Capita, and Secular Stagnation." *American Economic Review: Insights*, 1 (3): 325-42.
- EU Policy Department, Directorate-General for External Policies (2021), Post Covid-19 value chains: options for reshoring production back to Europe in a globalized economy EP/EXPO/INTA/FWC/2019-01/LOT5/R/07 EN March2021 – PE 653.626

- Ferrero G., Gross M e Neri S. (2017) "On secular stagnation and low interest rates: demography matters" *European Central Bank Working Papers* 2088 / July 2017
- Fournier, J. and Å. Johansson (2016), "The Effect of the Size and the Mix of Public Spending on Growth and Inequality", OECD Economics Department Working Papers, No. 1344, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/f99f6b36-en>.
- Furceri, D, P Loungani, J D Ostry, e P Pizzuto (2021), "Will Covid-19 affect inequality? Evidence from past pandemics," *IMF working paper* May 2021
- Gomme, P, B Ravikumar, e P Rupert (2011), "The Return to Capital and the Business Cycle", *Review of Economic Dynamics* 14 (2), 262-78.
- Gomme, P., Ravikumar B. e Rupert P. (2015): "Secular Stagnation and Returns on Capital," Federal Reserve Bank of St Louis Economic Synopsis, 19
- Gordon, R. J. (2012) "Is US Growth over? Faltering Innovation Faces Six Headwinds." NBER Working Paper No. 18315. August 2012
- Gordon, R. J.(2015) "Secular Stagnation: A Supply-Side View." *American Economic Review* 105.5 (May 2015): 54-59.
- Guiso, Luigi, Paola Sapienza, and Luigi Zingales. 2011. "Civic Capital as the Missing Link." In *Handbook of Social Economics*, Volume 1A, edited by Jess Ben-habib, Alberto Bisin, and Matthew O. Jackson, 417- 80. Amsterdam and Boston: Elsevier, North-Holland.
- Hall Robert E, (2017) The Role of the Growth of Risk-Averse Wealth in the Decline of the Safe Real Interest Rate. NBER Working Paper No. 22196 April 2016, Revised July 2017
- Hansen (1939) Alvin H., Economic Progress and Declining Population Growth, *American Economic Review*, Vol. XXIX, No 1, Part I, March 1939, pp. 1-15.
- Helliwell J. e Putnam R. (1995) Economic Growth and Social Capital in Italy, *Eastern Economic Journal* Vol. 21, No. 3 (Summer, 1995), pp. 295-307 (13 pages)
- Holston, Laubach e Williams (2017). "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants," *Journal of International Economics* 108, supplement 1 (May): S39-S75.
- Inklaar R. , Woltjer Pieter e Albarrán Daniel Gallardo, (2019). "The Composition of Capital and Cross-Country Productivity Comparisons," *International Productivity Monitor*, Centre for the Study of Living Standards, vol. 36, pages 34-52, Spring.
- Jones C., Midrigan V. e Philippon T. (2016), "Beyond the Liquidity Trap: the Secular Stagnation of Investment" 2016 Mimeo https://economicdynamics.org/meetpapers/2016/paper_1429.pdf
- Keynes, J.M., (1937), "Some economic consequences of a declining population", *Eugenics Review*, 29, 1317,
- Lilla F., Marinelli G. e Vercelli F. (2021) "I flussi economici e finanziari tra settori istituzionali nei paesi dell'area dell'euro durante la pandemia", Note Covid-19 26 ottobre 2021, Banca d'Italia
- Lo S. e Rogoff K. (2015) "Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth", six years on BIS Working Papers No 482 by Monetary and Economic Department
- Masuch K., Moshammer E. e Pierluigi B. (2016), "Institutions, Public Debt and Growth in Europe" (September 19, 2016). ECB Working Paper No. 1963, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2840639> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2840639>
- Mian Atif, Straub Ludwig e Sufi Amir (2021) "What Explains the Decline in r*? Rising In-

- come Inequality Versus Demographic Shifts”, RESEARCH / BFI WORKING PAPER•SEP 22, 2021
- Mokyr J., Chris V. e N. L. Ziebarth, (2015), “The history of technological anxiety and the future of economic growth: Is this time different?”, *Journal of Economic Perspective*, 29(3): 31-50.
 - North, Douglass C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge and New York: Cambridge University Press.
 - Piketty, Thomas (2014), *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, Mass.: Belknap Press.
 - Putnam, R. D.(1993) *Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy*. Princeton: Princeton University Press.
 - Rachel L. e Summers L.H. (2019) “On Secular Stagnation in the Industrialized World” , *Brookings Paper on Economic Activity*, spring 2019
 - Rachel L. e Smith T. (2015) “Secular Drivers of the Global Real Interest Rate”, Staff Working Paper 571, Bank of England, Dec 2015
 - Reuven Glick, (2019) . “R* and the Global Economy,” GRU Working Paper Series GRU_2019_013, City University of Hong Kong, Department of Economics and Finance, Global Research Unit.
 - Romer D.,(2019), *Advanced Macroeconomics* , McGraw-Hill Education; 5° edition ,2019.
 - Scheuermeyer P. e Bofinger P., (2016), “Income Distribution and Household Saving: A Non-Monotonic Relationship,” Vfs Annual Conference 2016 (Augsburg): Demographic Change 145901, Verein für Socialpolitik / German Economic Association.
 - Schwartzman F. (2014) “How Can Consumption-Based Asset-Pricing Models Explain Low Interest Rates?” , *Economic Quarterly* Volume 100, Number 3 Third Quarter 2014 Pages 209-240
 - Solow Robert M. (1957) “Technical Change and the Aggregate Production Function” , *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 39, No. 3 (Aug., 1957), pp. 312-320
 - Stiglitz J. (2018) “Beyond Secular Stagnation, Mimeo” , Global Thought -Columbia University September 5, 2018
 - Summers, L. H. (2013), Speech at the IMF Fourteenth Annual Economic Conference, Washington, DC, 8 November.
 - Summers, L. H. (2014), “US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound,” *Business Economics*, 2014, 49 (2), 65-73.
 - Summers, L. H. (2015), “Have we entered an age of secular stagnation?”, IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer, Washington DC, IMF Economic Review, 63 (1), 277-280.
 - Summers L. H. (2016) “The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do About It” *Foreign Affairs* Vol. 95, No. 2 (MARCH/APRIL 2016), pp. 2-9 (8 pages)
 - Jones C.I. (2016) “The Facts of Economic Growths” in *Handbook of Macroeconomics*, Volume 2A ISSN 1574-0048, <http://dx.doi.org/10.1016/bs.hesmac.2016.03.002>
 - Pagano P. e Sbracia M. (2014) “The secular stagnation hypothesis: a review of the debate and some insights”, *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional papers) Number 231 – September 2014
 - Rodríguez-Pose, A., & Garcilazo, E. (2015). “Quality of Government and the Returns of Investment: Examining the Impact of Cohesion Expenditure in European Regions”. *Regional Studies*, 49(8), 1274-1290.



SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

a cura della Redazione de "Il Risparmio"

AA.VV., *Il mio zaino sulle spalle, il tuo amore, la nostra fede. Enrico Zampetti e il lager a cent'anni dalla nascita. Atti del Convegno - 29 novembre 2021, Sala Capitolare presso Chiostro del Convento di Santa Maria sopra Minerva, in "Le porte della memoria. Testimonianze. Storia. Cultura. Idee", 3/2022.*

È un giovane ufficiale di 22 anni quando l'8 settembre del '43 Enrico Zampetti di stanza in Grecia è fatto prigioniero dai tedeschi perché fermamente deciso a non arrendersi. Il rifiuto di lavorare e collaborare con i tedeschi lo porta ad essere internato prima in Polonia, poi in Germania a Colonia in un campo di punizione dove subisce le più atroci sofferenze: freddo, fame, paura, assieme alle continue vessazioni che calpestano la propria dignità, sono gli elementi che caratterizzano le sue giornate. A queste atrocità sopravvive grazie alla profonda fede in Dio e all'amore per la sua compagna Marisa, alla quale scriverà, giorno dopo giorno, un diario che sarà raccolto in un libro quale esperienza unica umana e spirituale: "Il mio zaino sulle spalle, il tuo amore, la nostra fede". Al ritorno dalla prigionia Zampetti si laurea e si mette al servizio del Paese e delle Istituzioni. È coinvolto nell'attività dell'Assemblea Costituente, come Capo della Segreteria del gruppo democristiano, entra per concorso al Senato e si occupa della biblioteca (a parte una breve parentesi in cui si inventa e organizza l'ufficio stampa de Senato) diventandone direttore nel 1975.

Per ricordarne la figura e l'opera, l'Associazione Nazionale reduci dalla Prigionia, dall'Internamento, dalla Guerra di Liberazione, in collaborazione con il Senato della Repubblica ha organizzato lo scorso novembre il convegno *Il mio zaino sulle spalle, la nostra fede. Enrico Zampetti e il lager a cent'anni dalla nascita*. Il volume contiene per intero gli interventi presentati in quell'occasione, con l'obiettivo di abbracciare tutti gli ambiti di Zampetti dall'impegno militare, di resistente, a quello civile e professionale, tutti particolarmente significativi ed importanti sul piano etico, politico e istituzionale.

“Enrico Zampetti è stato uno degli Internati Militari Italiani –scrive Nicola Mattoscio nella prefazione al volume- più emblematici. Può essere giunto tardi all'appuntamento con la testimonianza, dal momento che le sue esperienze di guerra e la lunga deportazione in Germania, magistralmente ricostruite nelle note diaristiche redatte durante la prigionia, furono pubblicate postume, solo nel 1992. Ma quel testo rappresenta in tutta la sua oggettività uno dei punti di riferimento più autorevoli per la storia stessa della Resistenza non armata degli IMI”.

Il volume contiene inoltre l'intervento della Presidente del Senato, Maria Elisabetta Alberti Casellati, che di Zampetti ricorda il ruolo da protagonista della resistenza politica contro la deportazione di centinaia di migliaia di internati militari: “Poche volte mi è capitato di leggere pagine così intime e insieme così universali (...) annotazioni scritte a matita sottile, su carta barattata con un pezzo di pane, che trasmettono ancora oggi il senso di una vitalità e di una moralità superiore a qualsiasi degradazione umana”.

Sono le pagine di un giovane che nel suo “zaino” conserva due risorse vitali la fede cristiana e l'amore per la sua compagna di vita. “L'afflato etico e religioso –conclude Mattoscio nella prefazione- l'impegno della migliore tradizione di *Grand commis de l'État*, ce lo fanno ricordare in occasione dei cento anni dalla nascita per aver saputo contribuire a sedimentare nelle fibre della nazione e delle sue più alte istituzioni non solo un'identità civile di sincera appartenenza ad un unico destino dell'intera umanità, ma una genuina passione per la libertà delle persone sempre al servizio di ogni comunità di uomini altrettanto liberi”.

Giorgio Ceriani Sebregondi, *Sullo sviluppo della società italiana, Il perché di una riedizione: Carlo Borgomeo e Giuseppe De Rita, 2021 Roma.*

Gli scritti di Giorgio Ceriani Sebregondi (1916/1958) raccolti nel volume e oggi riproposti nella recente ristampa, rivelano tutta la ricchezza intellettuale e la forza del pensiero di uno dei più grandi esponenti della cultura italiana del Novecento, purtroppo poco conosciuto. Esperto di politica economica e di questioni sociali, Sebregondi ha introdotto per primo in Italia la cultura internazionale dello sviluppo. Negli scritti raccolti, che coprono il periodo della produzione più matura di Sebregondi dal 1949 alla morte, in una visione quanto mai attuale afferma che lo sviluppo non è un concetto, ma un processo complesso, che si dirama lungo tre direttrici fondamentali: l'attenzione agli aspetti sociologici, lo studio delle specifiche realtà del territorio, storicamente determinate quindi per il Mezzogiorno, tenere conto di un'identità articolata e differenziata, e la valorizzazione del sociale, perché solo un'iniziativa sociale dal basso può avere carica di soggetto attivo dello sviluppo.

Nella sua introduzione Carlo Borgomeo illustra le motivazioni della ristampa: “Il primo, evidente è di favorire la conoscenza della figura, del pensiero e dell'opera di

Sebregondi, troppo poco conosciuto tra quanti si occupano di politiche di sviluppo e in particolare del Mezzogiorno. (...) Il pensiero di Sebregondi era alternativo al meridionalismo classico e incompatibile con le politiche messe in atto con decisione, ma con scarsi risultati, ispirate dalla Svimez...Una politica impegnata ad assicurare al Sud ingenti quantità di risorse, ma poco attenta alla qualità dei processi di sviluppo messi in campo. E questo costituisce il secondo motivo che ci ha spinto a favorire una maggiore conoscenza dell'autore. (...) Il terzo motivo di grande interesse per Sebregondi è la piena sintonia del suo pensiero con la missione della Fondazione con il Sud e con il suo modo di lavorare nel mezzogiorno. (...) L'enfaticizzazione delle esperienze del sociale, -prosegue Borgomeo- anche economico, dei territori, è frutto della convinzione che investire nel sociale non è solo giusto per combattere disuguaglianze e iniquità, per realizzare percorsi di inclusione di soggetti più fragili, ma è anche "conveniente" perché determina condizioni essenziali per uno sviluppo non effimero, come quello determinato da improvvisi e deresponsabilizzanti trasferimenti di risorse finanziarie":

La strada per lo sviluppo indicata da Sebregondi è in sostanza quella di un metodo: accompagnare i diversi soggetti sociali in un paziente lavoro di crescita, e praticare quindi un lavoro «tecnico-politico» insieme, scelta oggi scartata dalla banale contrapposizione fra tecnici e politici.

Così De Rita nella prefazione: "Nella concezione sebregondiana dello sviluppo non ci sono certezze (teoriche, operative, politiche), ma c'è l'impegno collettivo a continuare a crescere in coscienza e dinamica collettiva; non c'è la definizione di un traguardo (teorico o storico), ma la responsabilità di camminare collettivamente nella storia, giorno dopo giorno. Con vigore e senza certezze, oltre ogni paura di dove lo sviluppo può portarci (ma amerebbe oggi, ad esempio, applicare ad esso una forte componente di sostenibilità)". Lo sviluppo per Sebregondi non è un concetto o una metodologia di intervento, ma è un processo complesso che si innerva e cresce dentro una società specifica, storicamente determinata.

"Con Sebregondi -scrive De Rita- il territorio entra definitivamente nella storia dello sviluppo economico e sociale, in altre parole entra nella storia moderna della nostra società. Del resto, se lo sviluppo è un processo da seguire in ogni società storicamente determinata, è naturale che debba innestarsi nella storica articolazione di ogni società". Ma chi sono i soggetti dello sviluppo? "(...) per Sebregondi la soggettività dello sviluppo è data dai soggetti del territorio, sempre attenti ai bisogni e all'evoluzione delle concrete comunità locali". In effetti i soggetti più attivi, quelli che oggi chiameremmo operatori sociali, sono stati i soggetti più attenti e più vicini, rispetto ai vertici, alle esigenze del territorio. "Soggettività e territorialità sono state -in sintesi- le coordinate fondamentali su cui si è mosso per anni il pensiero di Sebregondi sullo sviluppo; (...) quell'intreccio fra crescita dei singoli soggetti e crescita della dimensione territoriale dello sviluppo". Un pensiero espresso in modo costante, con vigore e convinzione, una forza e una volontà interrotte solo, dopo un'agonia di tre giorni, dalla sua morte per la poliomielite contratta in Somalia.

Nicola Mattoscio, *L'Italia unitaria tra questione meridionale ed Europa. Squilibri italiani, Recovery Plan europeo e nuovi paradigmi economici*, 2022, Milano.

Il volume raccoglie una serie di contributi scritti e pubblicati in momenti differenti, ma con una comune impostazione sia per gli argomenti trattati, sia per come sono affrontati, nonché per “consequenzialità logica o nel tempo”. I temi vertono sull'*excursus* storico della ‘questione meridionale’ e il sogno degli Stati Uniti d’Europa: “In mezzo c’è la nuova Italia unita - spiega l’Autore nell’introduzione - continuamente alle prese con l’importante groviglio con cui le due ‘questioni’ la abbindolano, che tuttora rappresentano la necessità di essere sciolte, come precondizioni per il suo sviluppo duraturo sia economico che sociale”.

Il volume si apre con il capitolo dedicato alla ricostruzione del primo secolo e mezzo trascorso dall’unità d’Italia, in cui si evidenzia la sperimentazione di più modelli di visione per il ruolo del nuovo Stato. La stretta corrispondenza tra i diversi modelli di visione in correlazione con le *performance* di sviluppo, fa emergere il modello di visione federalista come quello più virtuoso. Il contributo successivo “Il sistema bancario dalla caduta del fascismo alla nascita della repubblica” prosegue con l’analisi della corrispondenza tra i vari modelli di visione e gli esiti riscontrabili: “La riforma bancaria del 1936 -analizza Mattoscio- con le connesse nazionalizzazioni, ispirata al pensiero dell’economista (antifascista) De Viti De Marco, in alternativa al modello tedesco di “banca universale”, realizza la netta distinzione tra ‘banche ordinarie’ dedite al finanziamento del credito di esercizio e ‘banche specializzate’ preposte all’erogazione del credito medio e lungo periodo e, quindi, al finanziamento delle attività di investimento. Con la legge Amato-Carli del 1990 avviando le privatizzazioni, la riforma consente le prime sperimentazioni ripristinando il prototipo di ‘banca mista’ ”.

La questione europea e Squilibri storici italiani, Recovery Plan europeo e nuovi paradigmi economici sono i successivi contributi dedicati a brevi focus sulla “questione europea” che rievocano le matrici laiche, religiose e culturali del sogno di un’Europa unita e la sua energica riproposizione a margine della grave crisi pandemica da Covid19. “Si prende atto anche della inevitabile e inarrestabile transizione verso l’economia digitale e sostenibile, con la conseguenza che le nuove infrastrutture materiali e immateriali favoriscono una crescente coesione tra le comunità e i cittadini europei”.

Squilibri storici italiani, Recovery Plan europeo e nuovi paradigmi economici è il saggio con cui si conclude il volume: si tratta di un approfondimento della “questione italiana” e delle nuove opportunità recentemente offerte dall’Europa. La strategia Next Generation EU nasce per arginare e risanare le ulteriori fratture provocate dalla pandemia nel tentativo di coniugare gli obiettivi di ripresa congiunturale ai cambiamenti strutturali per un’economia digitale e sostenibile: “(...) il Recovery Plan -scrive l’Autore- si propone di agire non per ripristinare, ma per favorire un irreversibile e profondo cambiamento (...). Tutte le linee di azione del PNRR-Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza europeo convergono nell’unico obiettivo di produzione di nuova ricchezza, anche se resa più compatibile con la sostenibilità ambientale e l’immaterialità crescente dell’economia digitale”.

Realizzazione grafica, impaginazione e stampa
Mengarelli Grafica Multiservice

Finito di stampare Aprile 2022



