



# Capitali coraggiosi

Sempre più ingenti moli di liquidità e risparmio sono alla caccia di rendimenti, gli azionari brillano, l'economia reale incespica nel finanziamento, rallentando la ripresa. Scarseggiando la fiducia, le famiglie non consumano, e le imprese non investono. È compito dello Stato facilitare il processo, capitalizzando le risorse raccolte. Ma che a mancare sia il coraggio?

**T**roppo spesso si è soliti sotto-stimare il livello di sviluppo che il mondo antico era stato in grado di raggiungere, sulle sue gambe, in assenza di tutte quelle scorcioie, ad esempio lo sviluppo tecnologico, tipiche delle società avanzate moderne. Traguardi storici, e precipitati di secoli di empirismo e riflessione sul rapporto uomo/natura avevano infatti dato vita a soluzioni la cui genialità si conferma assoluta nella storia del genere umano, e che solo di recente sono stati forse eguagliati.

Se da un punto di vista culturale non c'è mai stata storia, una minima percentuale della 'produzione' dell'antichità, mutuata dal mondo arabo, ha dato il la nel Rinascimento al mondo di oggi, è pur vero che a livello economico l'ingegnerizza-

zione finanziaria delle ultime decadi in larga misura fosse già stata raggiunta, salvo poi essere andata perduta.

Nel corso del Novecento, complici periodi di iperinflazione e stagflazione, l'attenzione ai valori 'nominali' e 'reali' è andata solo in crescendo e probabilmente nei prossimi anni tornerà alla ribalta per ragioni opposte. Ma perché i valori dovrebbero essere 'nominali'? Oppure, esulando dal contesto, ma curiosamente non troppo, perché si dovrebbe ambire a godere proprio di un 'buon nome'?

La radice etimologica evidente è infatti sempre la stessa, il nome, o meglio il 'nomen', con però un'accezione completamente diversa frutto di un livello insospettato di sviluppo finanziario proprio dell'epoca romana. Un tipico cittadino

romano, ad esempio l'oratore Marco Tullio Cicerone, era infatti comunemente identificato da un 'Prenomen' di uso tipicamente familiare, Marco, da un 'Nomen', identificativo della Gens o famiglia di appartenenza, i Tulli, e un 'Cognomen' un vero e proprio nomignolo, nel suo caso un vero e proprio 'chiacchierone'.

Dunque, cosa c'entra il nome? Curiosamente il termine 'Nomen' è anche l'equivalente di quella che oggi viene definita 'posta di bilancio', ossia una scrittura contabile a registro sul di quanto credito (o debito) godesse il ricco senatore Cicerone presso il suo 'banchiere' di fiducia. Un problema che era andato emergendo già in Grecia era infatti la difficoltà logistica nel movimentare non troppo metaforicamente ingenti cifre di denaro, che equi-

valevano letteralmente a N tonnellate di metalli preziosi, prevalentemente argento.

Difficoltà di varia natura, che andavano dalla banale movimentazione della merce via terra, alla sicurezza del trasporto via nave, con un non risibile rischio di naufragio. La semplicità della soluzione stupisce: cartamoneta convertibile, garantita dal buon nome, il merito di credito, del banchiere e da quello del cliente. Una cartolarizzazione galoppante di cambiali, assegni, obbligazioni anche subordinate, e azioni: titoli negoziabili in un fiorente mercato primario e secondario, liquido, tra operatori privati specializzati.

Sofisticazione finanziaria crescente anche per fronteggiare un secondo problema logistico significativo: le distanze. Se tra Sparta e Atene corrono circa 200 km, a titolo indicativo, tra Lisbona e Gerusalemme iniziano a essere oltre 4mila, con tutto quello che ne consegue.

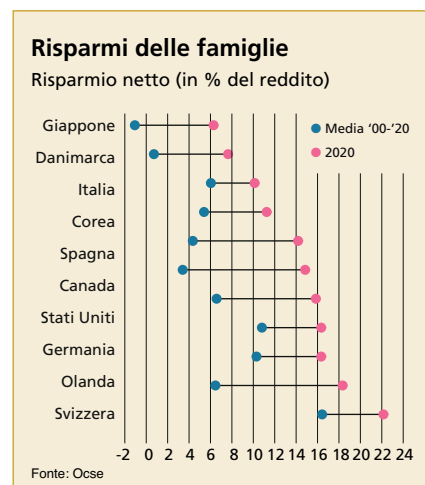
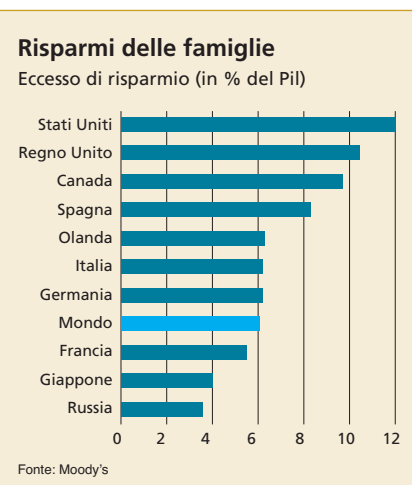
Oltre a un terzo, casualmente ancora di stretta attualità: i rendimenti. Una 'grana' particolarmente spinosa per i ceti più elevati, soprattutto per una questione reputazionale. Se infatti il commercio era in grado di garantire utili notevoli, ma appannaggio della borghesia, senatori e patrizi dovevano limitarsi a commerciare proprietà immobiliari e fondiarie, la cui redditività era di gran lunga inferiore. Da qui l'esigenza di ricorrere a veri e propri strumenti di Venture Capital, per il tramite di operatori specializzati, tipicamente mercanti, offrendo il capitale di rischio per avviare nuove attività in province sempre più remote a promettenti imprenditori dal 'buon nome', in cambio di una generosa parte dei probabili ingenti utili.

**Emergenza continua.** Dopo la breve parentesi della 'fu Great Moderation' dei primi anni Duemila, la seconda decade del nuovo millennio ha accolto un rapido succedersi di crisi inattese, epocali e molto varie, segnando una netta differenza rispetto a quanto il Dopoguerra fosse già stato in grado di riservare. Varie per natura (sanitarie, bancarie, finanziarie, immobiliari, geopolitiche, sociali e commerciali), oltre che per portata (nazionali, regionali, continentali, occidentali e infine globali). Tutte con effetti e riflessi ancora palpabili a distanza di anni: dall'11 settembre 2001 alla più recente emergenza sanitaria, passando per il 2008, in tutte le loro ampie declinazioni, anche macroeconomiche.

«L'impatto strutturale della pandemia rispetto a risparmio e investimento sarà

**«Trovare i capitali per ripartire potrebbe non essere la più semplice delle sfide, banche e mercati risponderanno, ma non saranno attori determinanti, solo importanti. Il vero snodo sarà rappresentato dal Private Investment, nella forma di equity o debt»**

**Gabriele Corte,**  
Direttore Generale  
di Banca del Ceresio



di gran lunga meno grave rispetto alla Grande Crisi finanziaria, che aveva spinto le imprese a deprimere durevolmente l'attività d'investimento. Riassorbita l'incertezza attuale, e in presenza di ragionevoli premesse di ripresa dell'economia da un lato il risparmio delle famiglie tornerà a livelli più normali, dall'altro le politiche fiscali e i piani di stimolo spingeranno le imprese a investire, uscendo dallo 'stallo' attuale», esordisce così David Kohl, Capo economista di Banca Julius Baer.

Il ciclo economico è solito avere riflessi importanti sui comportamenti degli agenti economici, modulando la propensione al risparmio delle famiglie e l'attività d'investimento delle imprese, pur in presenza di eccezioni determinate dalla natura delle crisi. «In fasi di forte espansione economica risparmi e investimenti evolvono in parallelo, con pressioni crescenti esercitate sui tassi d'interesse reali qualora gli uni sopravanzino durevolmente gli altri. Nel 2008, però, si era assistito a un marcato calo sia del risparmio sia degli investimenti, mentre nel 2012, dunque in Europa, la forbice era andata aprendosi, iniziando a

**Complici ammortizzatori sociali e forme di sostegno pubbliche, ingenti moli di risparmio privato sono andate accumulandosi. In apertura, la Battaglia di Austerlitz, 1805, di François Gérard.**

generare 'savings glut', ossia un eccesso di risparmio. Successivamente a entrambe le crisi i risparmi sono calati molto lentamente, e gli investimenti sono rimbalzati altrettanto lentamente, accompagnati da scarsi guadagni di produttività e un appiattimento degli interessi reali. Ed è così che ci siamo 'presentati' alla nuova emergenza», precisa Patrice Gautry, Capo economista di Union Bancaire Privée.

È pur vero, però, che se l'intensità dell'impatto della crisi pandemica sia senza precedenti, almeno in tempi recenti, la risposta corale e trasversale di Governi e istituzioni è stata altrettanto inedita, e per certi versi stupefacente. «A distanza ormai di più di un anno dallo scoppio, è evidente a tutti che a essere stata colpita non è solo la salute della popolazione, ma anche



**Gli aiuti pubblici sono serviti ad assorbire parzialmente l'impatto dell'emergenza, ma in futuro dovranno subentrare i consumi privati, seppur in maniera disomogenea e con tempistiche diverse sono questi che andranno davvero a beneficio delle imprese»**

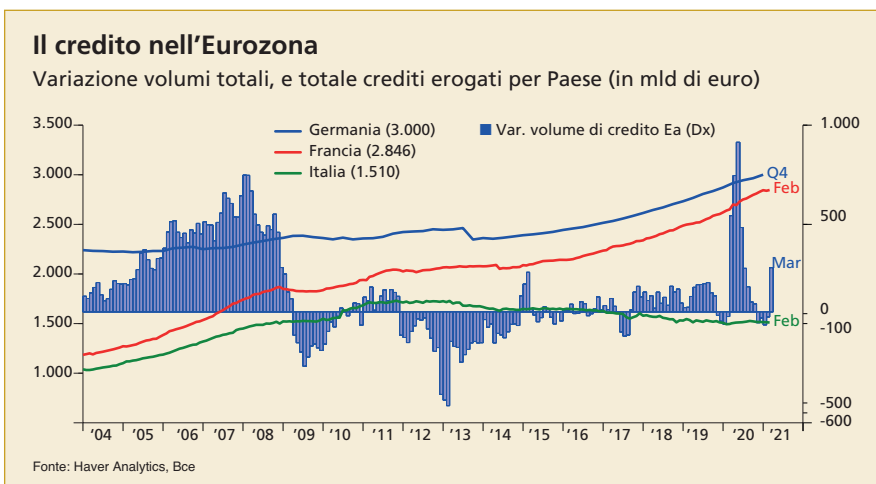
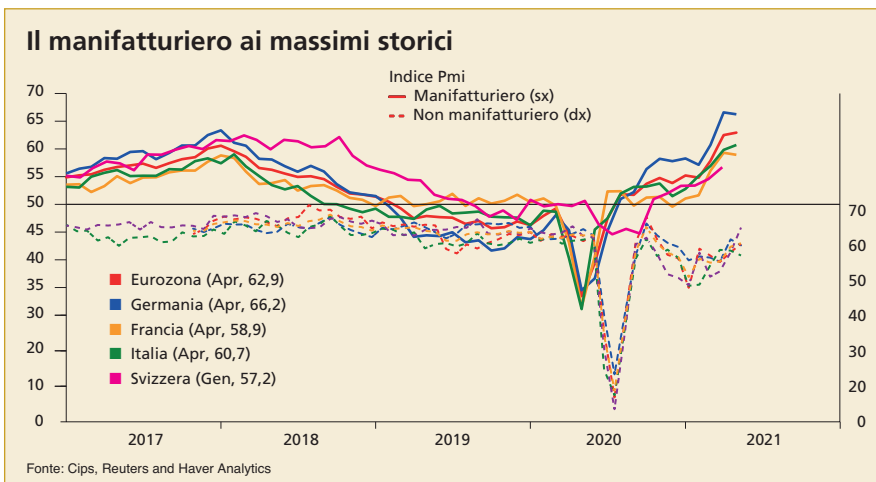
**Silvio Giovannini,**  
Head portfolio management e Advisory di Bg Valeur

minime», mette in evidenza Silvio Giovannini, Head portfolio management e Advisory di Bg Valeur, a Lugano.

Ma se settori e intere filiere sono stati sottoposti a forti pressioni, anche a livello di singole imprese il definirsi di nuovi equilibri è solo agli inizi. «Indipendentemente da aiuti e stimoli, e nonostante una generosa e necessaria dose di ottimismo, l'attuale crisi avrà un pesante strascico sull'economia reale. I motivi sono evidenti e vanno dalla debolezza strutturale di alcuni, all'improvvisa emersione di rischi latenti e sottostimati, sino al cambiamento delle abitudini di consumatori e imprese. L'evidenza già mostra che molte attività non potranno proseguire storie di lunga data e affermata tradizione, mentre in molti altri casi ci sarà un passaggio obbligato di testimone, specie nei settori più colpiti, dall'alberghiero all'immobiliare, ai trasporti. E qui si concentrerà nei prossimi anni un incandescente attivismo per fusioni e acquisizioni», nota Gabriele Corte, direttore generale di Banca del Ceresio.

**Miracoli di carta?** Se è vero che la mobilitazione delle istituzioni e della Politica è stata delle migliori, appare particolarmente difficoltosa e contrastata la messa a terra di piani senza precedenti, a fronte di una semplice considerazione: la Pubblica Amministrazione, incaricata dell'operazione, è sempre la stessa, in tutti i Paesi. «La crisi pandemica è molto peggiore delle precedenti perché impatta direttamente l'economia reale, non più la finanza, le banche o l'immobiliare, ma trasversalmente tutta l'economia, e dunque la popolazione nella sua complessità. Il contesto in cui interviene è ancora indebolito dalle difficoltà degli ultimi anni, e in molti casi le finanze pubbliche erano già in equilibrio precario, da qui l'ancora irrisolto nodo del 'come finanziare' la risposta all'emergenza sanitaria. Questa volta, la ripresa non potrà fare a meno della mano pubblica, non basteranno né i consumi delle famiglie, né gli investimenti delle imprese, né il commercio internazionale, a distanza di anni da che è iniziato il dibattito sulla *Stagnazione secolare*», chiarisce Sergio Rossi, Professore di macroeconomia monetaria dell'Università di Friburgo.

Nonostante il sostegno indefesso delle Banche Centrali, ancora nel sostenere il sistema, sembra infatti evidente che lo sforzo degli ultimi mesi non possa proseguire a lungo, o comunque non con questi ritmi. Da qui i piani mirabolanti dei Sovra-



**Dopo la gelata dell'inizio del 2020, gli indici manifatturieri sono tornati a correre, in parte per recuperare i ritardi accumulati negli ultimi mesi. Buona la domanda soprattutto di merci e prodotti, che tirano anche i prezzi delle materie prime. Per quanto la Bce stia facendo la sua parte, la trasmissione del credito nell'Eurozona rimane problematica, che il problema non sia l'offerta?**

domanda e offerta di molti settori, dal peso significativo nelle economie avanzate. Disomogenea è anche la misura con cui ha impattato i singoli individui, coloro che hanno avuto la possibilità di continuare a lavorare, in *remote-working*, hanno aumentato i propri risparmi, a fronte del taglio forzoso di molti consumi, gli addetti dei settori più colpiti hanno invece subito un drastico impoverimento, nel migliore dei casi con sussidi sufficienti a coprire le spese

ni per traghettare fuori dall'emergenza le economie nazionali. «Questa volta non è mancata una risposta corale di politiche monetarie e fiscali. Alcune delle misure messe in campo hanno per definizione natura temporanea, è il caso dei sostegni all'occupazione, tempo parziale e cassa integrazione, o dei crediti garantiti per le imprese, altre sono strutturali, o comunque estese nel tempo. Sono queste a poter fare la differenza, a segnare il grande scarto rispetto al passato, e sono soprattutto queste ad avere il compito di preparare l'Europa a fronteggiare il grande cambiamento del prossimo ventennio. L'Unione Europea ha stanziato con questo fine 1.824 miliardi di euro», chiosa Elena Guglielmin, Cio di Ubs Wealth Management.

Anche in questo caso non mancano le differenze tra Paesi e regioni, ma forse non nel senso in cui i semplici numeri sembrerebbero voler suggerire. «Le Banche Centrali hanno messo sul piatto svariati trilioni di liquidità aggiuntiva nell'arco di qualche settimana, reagendo tempestivamente. La sola neo insediata Amministrazione Biden, ancora a gennaio, ha aggiunti ulteriori 2 trilioni di dollari agli stimoli di Trump, i 750 miliardi di euro europei del Next Generation Eu potrebbero dunque sembrare una risposta timida a un problema epocale. Ma non è così. Il capitale politico investito in questo nuovo progetto supera di gran lunga tutti gli altri piani globali, sancendo un netto cambio di passo rispetto al passato. Tali fondi saranno infatti raccolti sui mercati con l'emissione di debito comune a tutti gli Stati dell'Unione, andando a finanziare una politica fiscale altrettanto comune», sottolinea Antonio Mele, Professore di finanza dell'Università della Svizzera Italiana.

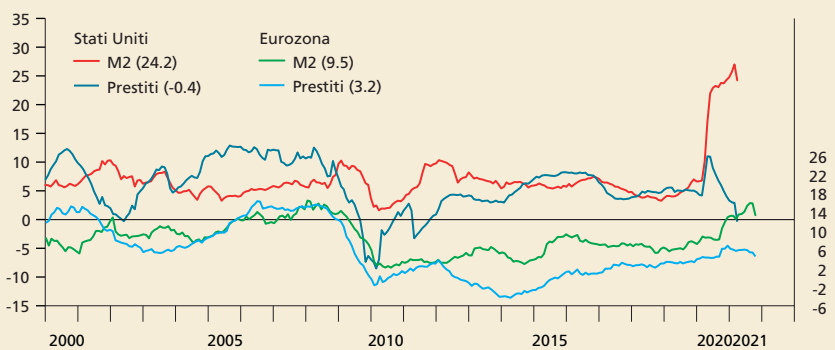
Debiti ingenti, contratti dai Sovrani, per sostenere l'economia e rilanciare in tempi ragionevoli un'indispensabile ripresa, contrapposti a faraonici risparmi delle famiglie. «Lo shock iniziale e il susseguirsi di lockdown più o meno estesi hanno posto tutte le premesse per quello che potremmo definire 'risparmio involontario forzato'. Gli aiuti pubblici hanno sostenuto i redditi, in un momento in cui era comunque impossibile consumare a livelli 'normali', questo ha generato un'incredibile mole di risparmio, e ora è compito dello Stato 'riciclare' tali capitali, gettando le fondamenta della ripresa. Un interessante strumento macro per farlo potrebbero essere proprio gli annunciati piani infrastrutturali,

**«Il vero nodo ancora tutto da sciogliere è come immettere le risorse dei piani di rilancio europei nell'economia reale. Un ingrediente essenziale è la fiducia nella ripresa di tutti gli attori coinvolti, delle imprese nel chiedere credito e delle banche nel concederlo»**

**Elena Guglielmin,**  
Cio di Ubs Wealth Management



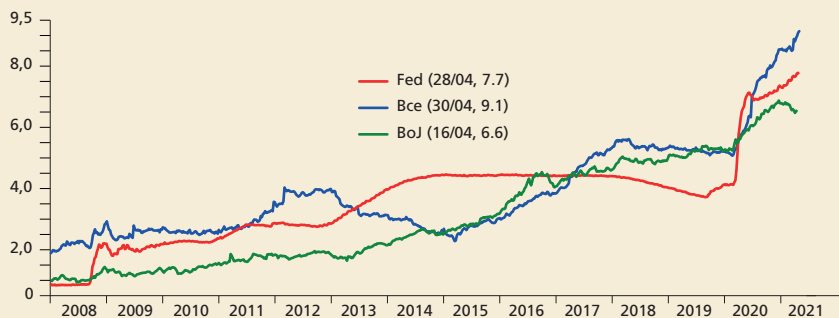
### Crescita di M2 e dei prestiti bancari (var. y/y in %)



Fonte: Haver Analytics

### Banche Centrali all'opera

Bilanci degli istituti (dati settimanali, in trl. di dollari)



Fonte: Haver Analytics

che nella migliore delle ipotesi potrebbero stimolare nuovi investimenti delle imprese, alimentando la fiducia delle famiglie e quindi i consumi, riportando il sistema in equilibrio», prosegue Gautry.

Programmi infrastrutturali ampi e variegati, con tipicità spesso nazionali, accomunati però da un'anima molto in voga, e soprattutto verde, che guarda all'ambiente quale interlocutore privilegiato. «La relazione tra pandemia e cambiamenti

**La Bce gode di ottima compagnia, tutti i principali istituti centrali sono al capezzale di economie ancora fortemente indebolite, ma sulla via della ripresa. Nonostante iniezioni inedite di liquidità, i prestiti alla economia reale stagnano, laddove non arretrano, parallelamente i mercati finanziari volano. Sono molti i nodi non ancora sciolti, che rendono la trasmissione monetaria difficile.**



«Le garanzie governative sono una prima importante rete di sicurezza, ma bisogna già ragionare di cosa fare 'poi'. Una remissione del debito è un'alternativa, ma il legislatore dovrebbe ragionare di come rendere possibile alle famiglie investire direttamente nel capitale delle Pmi»

**Patrice Gautry,**  
Capo economista  
di Union Bancaire Privée

climatici, e dunque investimenti verdi e sostenibili, non è così peregrina. Uno studio dell'Università di Harvard ha evidenziato la correlazione tra mortalità del Covid-19 e inquinamento urbano, un chiaro *endorsement* ai buoni propositi di molti Governi. Washington ha promesso una riduzione delle sue emissioni del 50% entro il 2030, Ottawa del 40%, mentre l'Unione Europea, con il suo Green Deal, un più ambizioso impatto nullo entro il 2050», chiarisce Giovannini.

Investimenti infrastrutturali che potrebbero trascinare anche un secondo fenomeno, molto chiacchierato, il cui impatto potrebbe contribuire significativamente

allo sviluppo delle economie avanzate già nei prossimi anni; giacché l'orizzonte temporale è questo. «Quella che potremmo definire 'globalizzazione produttiva' e che nel corso del tempo ha portato a un'estensione incontrollata delle catene del valore, il cui baricentro si è traslato inettubilmente sempre più a est, è il punto di arrivo di una trentennale ricerca del prezzo più basso. Le sue dirette conseguenze si sono rese manifeste negli ultimi mesi, la pandemia, e anche nelle ultime settimane, il blocco del Canale di Suez. Questo potrebbe dare però un risultato positivo, almeno nel medio termine: un reshoring di parte della produzione in Europa. Lo sviluppo tec-

nologico, la robotizzazione, potrebbe infatti rendere più sopportabili i costi di un capitale umano altamente specializzato, ma numericamente contenuto, concentrato su volumi produttivi inferiori, ma prossimi ai mercati finali. Il costo del lavoro passerebbe dunque in secondo piano, a vantaggio di sapere tecnologico e disponibilità di capitale finanziario, che certo non ci mancano», sottolinea Corte.

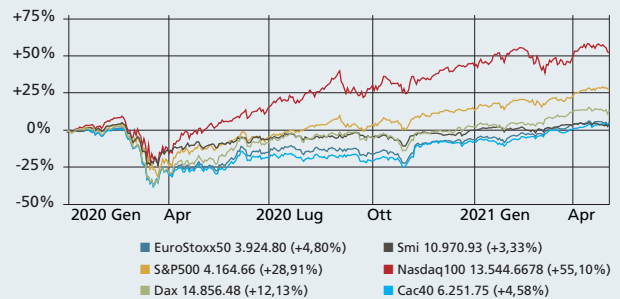
**Risparmio. E investimento?** L'economia moderna è in larga misura debitrice, almeno a livello concettuale, dell'economista britannico J.M. Keynes, che si 'limitò' a riportare l'attenzione su grandezze e relazioni che nel corso del tempo erano andate o perdute, o semplicemente confuse. «Nonostante si tenda spesso a credere il contrario, il risparmio deriva dall'investimento, ossia non occorre un risparmio per finanziarlo. È l'apertura di una linea di credito di una banca a rendere possibile l'investimento, dunque come già spiegava Schumpeter l'andamento del ciclo economico è dipendente dall'orientamento del sistema bancario, e dalla modulazione dell'attività di erogazione di credito alle imprese. Keynes interviene nel dibattito sottolineando il ruolo del risparmio: riducendo i consumi potenziali a livello aggregato, funge da freno dell'attività economica», nota Rossi.

## Il rischio è la deflazione

Quelle che furono salutate come 'politiche monetarie non convenzionali' sono ormai parte della consuetudine, e se nel decennio successivo alla Grande Crisi si era tentato di ritrarle, l'emergenza sanitaria sembra aver, se non definitivamente quasi, mandato in fumo tale proposito. Eppure, gli effetti di un decennio di Qe non sono ancora del tutto chiari, dunque a cosa è servito? «Nel bel mezzo della crisi del debito pubblico europeo l'intenzione della Bce era evidentemente rompere quello che all'epoca era definito 'circolo diabolico', il rapporto che legava debito pubblico e bilanci bancari, ossia fornendo liquidità agli istituti di credito», nota Antonio Mele.

Sorge quindi spontaneo chiedersi se la stabilità dei prezzi non sia sempre stata una semplice 'foglia di fico'. «Assicurarla è sempre stato l'obiettivo della Bce. Le economie europee continuano a essere afflitte da un'inflazione anemica, che rischia di trascinarle in deflazione. A bocce ferme, in termini reali questo porterebbe i debiti ad aumentare, aumenterebbero i rischi di insolvenza, e questo 'contagerebbe' i bilanci bancari, deprimendo ulteriormente la domanda, generando ulteriore inflazione negativa. Un circolo vizioso dagli effetti devastanti, che val bene dunque una politica monetaria 'non convenzionale'», mette in evidenza il professore dell'Usi.

### La balanza dei mercati



Evidentemente però non mancano gli effetti collaterali, da qui tutti i problemi emersi negli ultimi anni, su più fronti. «Si tende spesso a dare troppa enfasi agli effetti distortivi generati, ad esempio sui prezzi delle attività finanziarie. È il caso del calo dei rendimenti dei titoli di Stato, frutto della credibilità della politica monetaria della Bce, e conseguenza naturale del Qe, seppur non espressamente voluta. È ancora difficile dire se tali politiche siano state vincenti, ma sembra evidente che l'eccesso di liquidità si sia riflesso sulle quotazioni azionarie, specie statunitensi, che nonostante un quadro congiunturale ancora difficile mostrano un'esuberanza invidiabile», conclude Mele.

Qual è dunque la relazione e il comportamento reciproco che hanno queste due variabili? «Sono solite seguire traiettorie opposte, in recessione i risparmi crescono a scopo meramente precauzionale, mentre calano gli investimenti. Nonostante sarebbe auspicabile l'opposto, anche gli investimenti pubblici seguono tale dinamica: in periodi di forte recessione le risorse mobilitate dallo Stato aumentano, o comunque dovrebbero, ma finiscono con l'essere convogliate in ammortizzatori sociali, a beneficio delle famiglie. La minor domanda sfocia anche in spinte ribassiste dei tassi d'interesse, per quanto negli ultimi decenni questa tendenza si sia intersecata con trend strutturali difficilmente correggibili. Nel caso degli Stati Uniti è dagli anni Settanta che il risparmio è andato diminuendo a beneficio dell'edilizia, questo sino al 2005, quando lo scoppio della bolla immobiliare ha invertito il trend, indipendentemente dunque dal ciclo economico», riflette Kohl.

Risparmi di famiglie e imprese diventati particolarmente significativi negli ultimi mesi, data la natura particolarmente complessa della crisi, dell'ordine delle centinaia di miliardi di dollari, accomunano tutte le economie, pur in presenza di differenze. «Se guardiamo agli Stati Uniti si stima nel 2020 siano stati accantonati 2,9 trilioni di dollari tra famiglie e imprese, mentre in Europa dalle sole famiglie oltre 360 miliardi di euro, ossia il 3,3% del Pil. Il dato non deve sorprendere, per quanto sia comunque frutto di stime soggette a un elevato margine di errore, come ha sottolineato Isabel Schnabel, membro del Comitato esecutivo della Bce. Sono riconducibili in larga parte a lavoratori dipendenti dei ceti più elevati, ma indicano comunque il ruolo che le famiglie potrebbero giocare nei prossimi mesi, allo stabilizzarsi del quadro pandemico, sia dal lato dei consumi, sia da quello degli investimenti», sottolinea Guglielmin.

Un ruolo potenziale non indifferente, in grado di trainare la ripresa, più dell'azione dei Governi stessi. «Secondo Bloomberg Economics qualora l'eccesso di risparmio del solo 2020 fosse 'movimentato' negli Stati Uniti si potrebbe assistere a un rimbalzo dell'attività economica del 9%, rispetto al previsto 4,6 o al 2,2 qualora ciò non avvenisse del tutto. I 370 miliardi di euro in Europa, o i 450 miliardi di dollari in Cina svolgerebbero un ruolo analogo, con una stima ad esempio per la

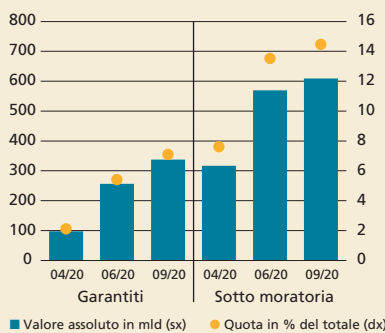
**«Nonostante sarebbe auspicabile l'opposto, anche gli investimenti pubblici in periodi di forte recessione calano drasticamente; le risorse mobilitate dallo Stato aumentano, ma finiscono con l'essere convogliate in ammortizzatori sociali, a sostegno delle famiglie»**

**David Kohl,**  
Capo economista  
di Banca Julius Baer



### Credito alle imprese

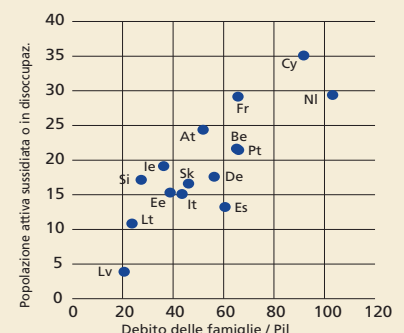
Prestiti garantiti e sotto moratoria (in mld di euro e in % del totale)



Fonte: Bce

### L'impatto nel 2020

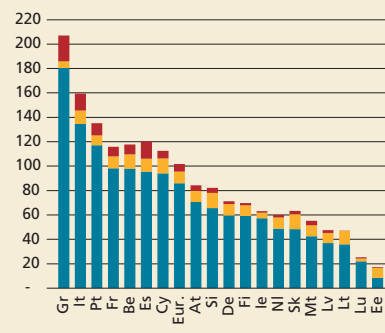
Indebitamento delle famiglie e sussidi (Dati maggio 2020, in %)



Fonte: Bce, Commissione europea

### Debiti pubblici 2019-2020

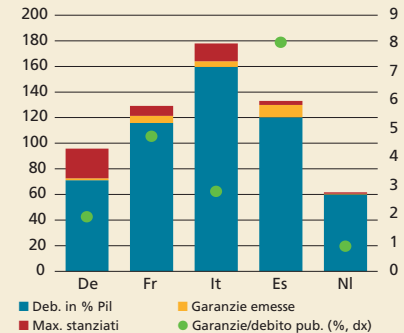
Fattori cambiamento scomposto



Fonte: Commissione europea, Ameco

### Crediti garantiti e debiti pubblici

Garanzie stanziati, e già emesse (sx, % Pil) Garanzie in % del debito pubblico



Fonte: Bce, Ameco

Svizzera di rimbalzo del Pil del 3,5% quale scenario base», nota il responsabile del Portfolio management di Bg Valeur.

Risparmi che al momento continuano a costituire un significativo freno, e che soprattutto non sono omogenei. «Il risparmio è diventato una chimera per sempre più ampie fasce della popolazione, in Svizzera ma anche nel resto del mondo. In aggregato stanno continuando ad aumentare, ma a incidere pesantemente sul dato

**Le garanzie pubbliche emesse nel 2020 stanno dispiegando i loro effetti: credito alle imprese stabile, e crescita dei debiti pubblici. Il sistema bancario è ancora particolarmente accorto nel finanziare l'economia reale, temendo un forte rialzo delle quote di Npl, al termine di anni di pulizia dei bilanci. Volano invece i debiti pubblici, sia per gli esborsi sia per il crollo storico dei Pil nazionali.**



«La crisi pandemica è molto peggiore delle precedenti perché impatta direttamente l'economia reale, non più la finanza, le banche o l'immobiliare, ma trasversalmente tutta l'economia.

Questa volta, la ripresa non potrà fare a meno dell'intervento dello Stato»

**Sergio Rossi,**  
Professore di macroeconomia  
dell'Università di Friburgo

**Il grilletto bancario.** Una delle molte peculiarità della recente emergenza è che a differenza della larghissima maggioranza delle crisi del Novecento non sia di natura finanziaria, e questo se da un lato la rende molto più complessa da gestire, complice anche la scarsa esperienza, dall'altro dovrebbe vedere nel sistema bancario un attore decisivo nel contribuire a risolverla. «Nel momento in cui le imprese ravvisassero gli estremi per riprendere a investire, le banche commerciali saranno chiamate a erogare il credito, specie nel caso delle più piccole, e soprattutto in Europa. Nonostante le accomodanti politiche della Bce, la stessa ha sottolineato come gli standard di credito delle banche siano rimasti stretti per famiglie e imprese, e questo pone un problema non indifferente», evidenzia il capoeconomista di Ubp.

Nel fare questo, a livello di intermediazione, il ruolo del risparmio non appare decisivo nell'immediato. «In materia di investimenti, risparmi bassi o alti non rilevano. In un'economia basata su credito e debito le risorse richieste dalle imprese vengono create *ex nibilo*, accendendo una linea di credito, mentre i requisiti di riserva obbligano l'istituto ad accantonare solo una frazione del prestito, disconnettendo risparmio e investimento», sottolinea il capoeconomista di Julius Baer.

Qual è dunque il ruolo delle politiche monetarie non convenzionali, ma ormai sempre meno straordinarie? «Il Qe lanciato dalla Bce ha dispiegato i suoi effetti benefici nei Paesi Core dell'Eurozona, con un aumento netto dei prestiti, nei periferici questo non è successo, si è anzi verificata una vera e propria 'regressione finanziaria'. Il caso italiano è emblematico: la domanda non potrebbe essere più depressa, indipendentemente da quali ne siano le cause, e le banche stanno fallendo nell'irrorare di credito le imprese. L'andamento non favorevole dei mercati del debito in questi Paesi accelera gli effetti del quadro congiunturale, e frena il credito e l'economia reale, diminuendo l'appetito al rischio delle banche, dando vita a un circolo vizioso», commenta Mele.

Le peculiarità dei mercati europei, e soprattutto la natura del tessuto economico è fortemente condizionante su quali possano essere i binari da cui l'eventuale ma indispensabile ripresa potrebbe passare. A parità di condizioni non serve un'eccessiva fantasia. «I piani nazionali e sovranazionali europei, in tutte le loro modula-

### Eurozona in campo

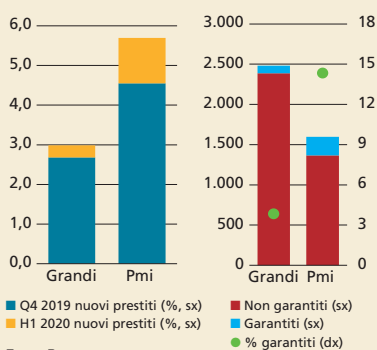
Iniziativa singoli stati membri

	2020		2020-2021	
	Mld di euro	% Pil	Mld euro	% Pil
Misure dirette	422.3	3.7	339.4	2.9
Spese	368.8	3.3	298.6	2.5
Sanità	74.1	0.7	51.8	0.4
Altro	295.7	2.6	248	2.1
Misure indirette	2164.8	19.2		
Tasse differite	112.3	1		
Garanzie Max.	1790.9	15.9		
Garanzie erogate	448.4	4		

Fonte: Commissione Europea 2021

### Credito a grandi imprese e Pmi

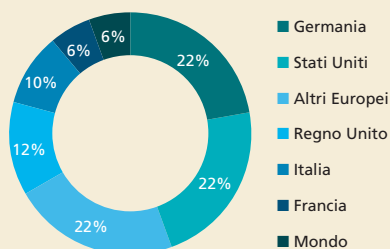
Media pesata per rischio di credito (% sx)  
Nuovi prestiti in mld. di euro (dx)



Fonte: Bce

### Chi compra le Pmi svizzere?

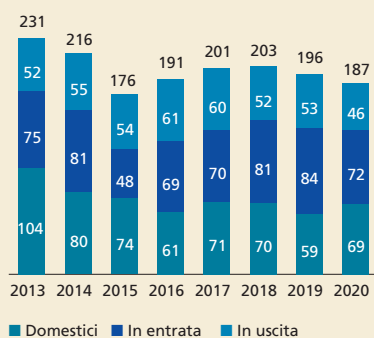
Per Paese di provenienza:  
il 72% sono europei, il 42% limitrofi



Fonte: Deloitte 2021

### Le M&A in Svizzera

N. di accordi dal 2013



Fonti: Reuters, Financial Times, Refinitiv

**Migliaia di miliardi non sono bastati, l'accesso al credito per le Pmi resta problematico, diversamente dai grandi Gruppi che possono guardare anche ai mercati finanziari. Si prepara una nuova stagione di effervescenti fusioni e acquisizioni, specie nei settori più colpiti dalla crisi, con un 2020 che non ha visto cali troppo importanti, soprattutto nel caso della Svizzera. Cosa riserva il 2021?**

sono i grandi patrimoni, e gli utili delle grandi imprese 'parcheeggiati' nei mercati finanziari. Nel caso delle fasce più deboli questo si riflette sul calo della natalità per motivi economici, in aggregato dà luogo al 'paradosso del risparmio' di Keynes. Una minor domanda causa infatti un calo della produzione, dunque del reddito nazionale, e questo porta paradossalmente a un calo del risparmio stesso», prosegue il professore dell'Università di Friburgo.

zioni, non lesinano in risorse. La domanda che sorge spontanea è però come immetterle nell'economia reale. Gli istituti di credito sono chiamati in prima linea, rivestendo un ruolo chiave di intermediazione, ma un ingrediente essenziale è la fiducia nella ripresa di tutti gli attori coinvolti, delle imprese nel chiedere credito e delle banche nel concederlo. Il costo da questo punto di vista è ininfluente, dunque la Bce può fare ben poco sui veri nodi del problema», commenta il Cio di Ubs.

Dunque lo snodo centrale, l'architrave del rilancio del sistema sta nella ripresa dei consumi privati, possibile in condizioni quadro positive, è l'unica ad avere la forza di invertire il trend, per quanto anche in questo caso gli ostacoli potrebbero non mancare. «Il procrastinarsi del consumo è involontario, ma a contare è il potenziale di spesa delle famiglie, che in molti casi non è cambiato, se non cresciuto. Una rapida ripresa sicuramente si confronterà con i limiti della capacità produttiva delle imprese, e con i colli di bottiglia delle forniture, come sta già avvenendo per microchip e semiconduttori nell'industria informatica e automobilistica. Il sostegno pubblico ha preservato le imprese da un deterioramento della loro posizione patrimoniale, per quanto sia comunque una misura tampone 'in attesa di'», nota Kohl.

In questo la tempestività dell'azione del Consiglio federale può fare scuola, seppur nell'eccezionalità della situazione. «L'improvvisa e generalizzata chiusura di tutte le attività non essenziali ha creato uno shock altrettanto straordinario, richiedendo l'intervento dei Governi per garantire la sopravvivenza del tessuto economico. Dei 65 miliardi di franchi stanziati da Berna, ad esempio, circa il 60% è andato alle imprese nella forma di crediti transitori. Nell'immediato sono serviti ad assorbire, seppur parzialmente, l'impatto dell'emergenza, ma nei prossimi mesi e anni dovrà esserci obbligatoriamente un passaggio di testimone con i consumi privati, seppur in maniera disomogenea e con tempistiche diverse è questo che andrà a beneficio delle imprese», sottolinea Giovannini.

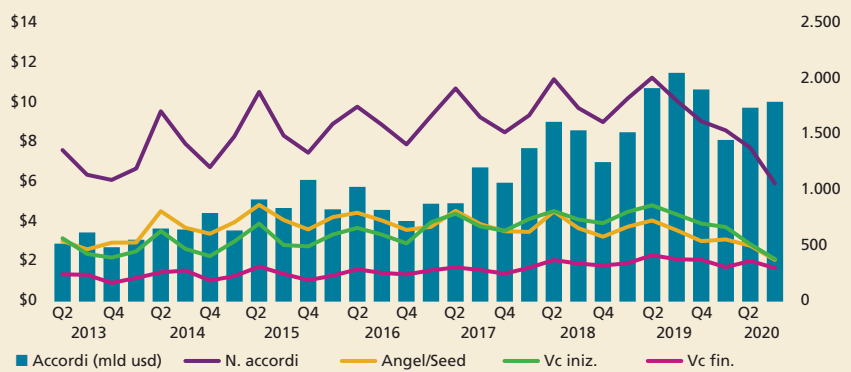
**La locomotiva europea.** Il tessuto economico di Svizzera ed Eurozona è caratterizzato da un'altissima intensità di Pmi, con una netta prevalenza di quelle che possono essere anche definite 'microimprese'. Per una semplice ragione di costi, e strutturazione interna, tali imprese che costituiscono oltre il 90% del totale non

«Il momento in cui l'economia reale abbisognava di sostegno è quasi passato, dovrebbe essere ora coinvolta nei processi del finanziamento. L'anello mancante del policy mix monetario e fiscale è un forte sostegno al sistema creditizio mediante garanzie pubbliche»

**Antonio Mele,**  
Professore di finanza  
dell'Università della Svizzera Italiana

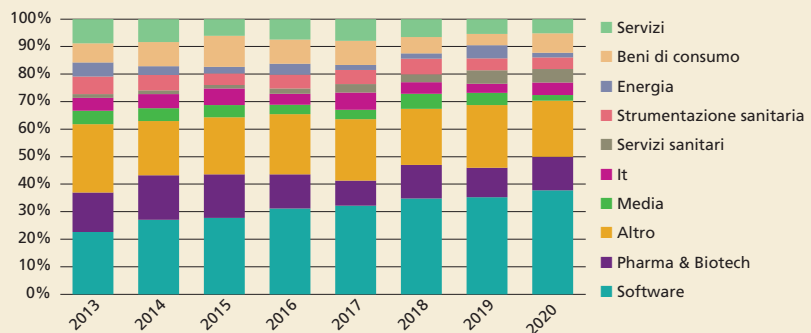


**Il Venture financing in Europa 2013–2020 (Q2)**



Fonte: Venture Pulse, Kpmg 2021

**Venture financing europeo per settore**  
Dati 2013–2020 (in % del totale dei mld investiti)



Fonte: Venture Pulse, Kpmg

possono accedere ai mercati finanziari, e devono dunque fare affidamento esclusivamente sul sistema bancario. «Considerando i Paesi in maggior difficoltà, le Pmi sono anche il segmento più colpito dalla crisi, con circa un terzo delle imprese in condizioni di illiquidità o di liquidità precaria; la via maestra per tornare competitive è l'innovazione, il driver fondamentale per una miglior produttività, passando ad esempio per internazionalizzazione e

**Se i mercati finanziari non sono una alternativa percorribile per le Pmi, svizzere ed europee, e il sistema bancario continua a 'fare il prezioso', è evidente che debbano essere battuti nuovi canali, considerati in molti casi di nicchia, ma che sono comunque una soluzione da valutare. Il Venture financing e i mercati finanziari privati sono certamente parte della ripresa post pandemica.**



## I mercati privati

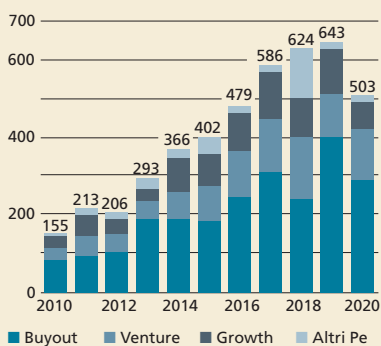
Raccolta 2020 rispetto al 2019 (var y/y % e in mld di dollari)

		Private Equity	Real Estate	Private Debt	Comm. infrastrutture	Mercati privati
Nord America	Tot. (mld)	300,1	73,8	79,8	54,6	508,2
	Var. (mld)	-90,0	-46,5	10,9	-11,6	-137,3
	Var. (%)	(-23,1)	(38,7)	15,8	(17,6)	-21,3%
Europa	Tot. (mld)	111,1	38,5	37,6	31,3	218,6
	Var. (mld)	7,8	-4,9	-12,8	-10,4	-20,3
	Var. (%)	7,6	(11,3)	(25,4)	(25,0)	-8,5%
Asia	Tot. (mld)	72,9	14,1	6,0	4,8	97,7
	Var. (mld)	-63,0	-8,5	-5,2	-0,2	-77,0
	Var. (%)	(46,4)	(37,8)	(46,3)	(3,9)	-44,1%
Altri	Tot. (mld)	18,8	3,8	1,0	9,7	33,3
	Var. (mld)	4,8	-0,3	-1,8	-1,5	1,2
	Var. (%)	34,2	(8,4)	(63,3)	(13,2)	+3,7%
Mondo	Tot. (mld)	502,9	130,2	124,4	100,4	857,8
	Var. (mld)	-140,4	-60,3	-8,9	-23,7	-233,4
	Var. (%)	(21,8)	(31,7)	(6,7)	(19,1)	-21,4%

Fonte: Preqin

### Private Equity

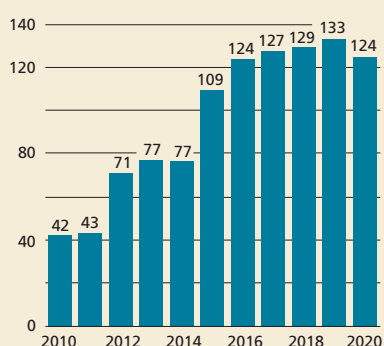
Raccolta '10-'20, in mld. usd per veicolo



Fonte: Preqin

### Private Debt

Raccolta 2010-2020, in mld usd



Fonte: Preqin

## Mercati Privati: questi sconosciuti

Uno dei principali punti di forza del tessuto economico produttivo europeo è la dimensione delle sue imprese, ma questo costituisce anche uno dei principali limiti nell'attività di finanziamento. Imprese così piccole, in un contesto così verbosamente regolamentato, non possono che rivolgersi al sistema bancario che infatti in Europa garantisce quasi interamente l'intermediazione del credito.

Se dunque la via dei mercati finanziari tradizionali, detti 'pubblici', è certamente preclusa ai più piccoli, non è detto che accanto al credito bancario non esista una seconda alternativa, più inosservata e ancora embrionale, ma comunque viva: i mercati finanziari 'privati'. Ossia l'universo del non quotato, diviso principalmente in Private Equity e Private Debt. «Secondo una stima di McKinsey nell'ultimo quinquennio la raccolta del settore è stata di circa 540 miliardi di dollari annui, con il Private Equity quale principale beneficiario. Se il totale delle masse gestite nel 2020 si è portato al massimo storico, 7,3 trilioni, è anche vero sia un settore ancora acerbo e immaturo, soprattutto quale alternativa al credito bancario. È però un possibile punto d'incontro tra risparmiatori e Pmi, per il tramite di operatori specializzati, e che con le giuste attenzioni da parte dello Stato potrebbe fare sicuramente bene nei prossimi anni, ed essere parte della soluzione», nota Elena Guglielmin.

Il Private Investment è un'industria ancora modesta, in cui non mancano le difficoltà, ma che negli ultimi anni è andata solo crescendo, al pari dei suoi principali attori, sovraperformando di diverse volte i mercati tradizionali. L'assenza dalla scena degli investitori istituzionali, per semplici limiti statutari, attualmente invalicabili, è allo stesso tempo il principale limite, e la migliore promessa a che continui a crescere, nell'interesse reciproco di investitori e imprese, 'se solo se' qualcosa cambiasse.

diversificazione. In questi casi il 60% delle Pmi si rivolgerebbe al sistema bancario per consolidare la propria posizione finanziaria, mentre il 70% per finanziare l'attività d'investimento. Non solo per esigenze di cassa immediate, ma anche per consulenza sulla revisione del modello di business e operativo», precisa Guglielmin.

Del resto a modificarsi non sono solo le imprese, ma anche il mercato in cui agiscono, o più estensivamente la società stessa, seppur in maniera decisamente più contenuta. «La necessità del cambiamento è quanto mai forte oggi, in seguito alla modifica di abitudini e comportamenti di famiglie e imprese. L'home working è improbabile sparisca insieme al virus, ma ciò incide ad esempio sull'esigenza di spazi di lavoro e trasporti pubblici. O nel caso dei consumatori, difficilmente si assisterà a un ritorno integrale alle vecchie abitudini, dall'e-banking all'e-commerce, ma si concretizzerà un futuro ibrido con forti investimenti in tali servizi», prosegue il direttore generale di Banca del Ceresio.

Investimenti significativi, in ambiti vergini nel caso di molti, richiederebbero ingenti quantità di capitale, costanti nel tempo e non volatili, a un buon costo, e possibilmente sganciate dal ciclo economico. Insomma, è comunque chiedere molto. «Mentre i grandi Gruppi, che hanno accesso diretto al mercato, sono riusciti ad accumulare posizioni importanti di cassa, parallelamente a un debito a interessi bassissimi, e a lungo termine, le piccole imprese appaiono più fragili. Le garanzie governative costituiscono un'importante rete di sicurezza nei primi giorni della ripresa, ma bisogna già ragionare di cosa e come fare nei successivi. Va in questa direzione l'idea del Governo francese di una remissione del debito per le più colpite, o più semplicemente il legislatore dovrebbe disegnare schemi e incentivi perché le famiglie possano investire direttamente nel capitale delle Pmi, divenendone azioniste», sottolinea Gautry.

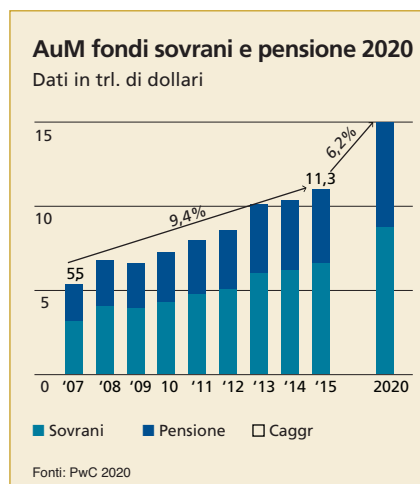
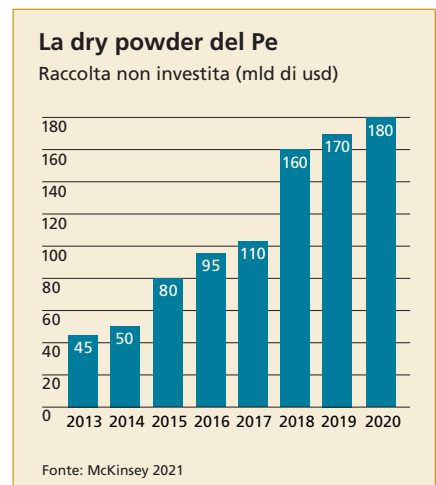
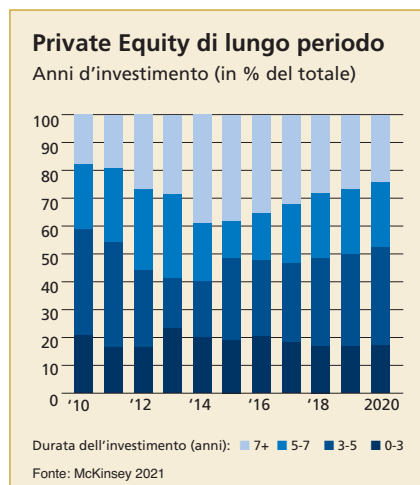
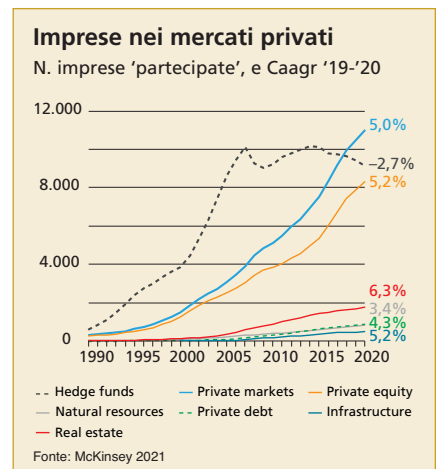
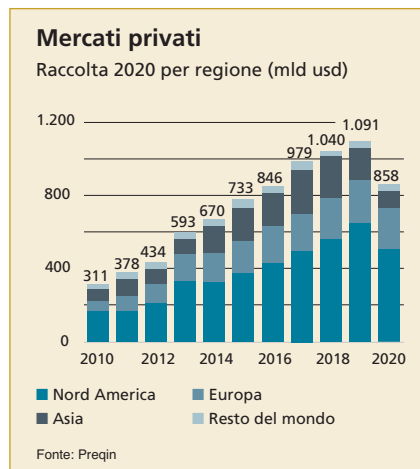
Ancora più semplice e di applicazione quasi immediata, la continuazione degli schemi ponte lanciati nei primi giorni della

**La raccolta dei mercati privati nel 2020 ha accusato il colpo, seppur registrando buoni risultati. Tónico il mercato europeo, soprattutto Equity, che seppur ancora modesto fa molto meglio di Asia e Nord America.**

pandemia. «Il momento in cui l'economia reale abbisognava di sostegno è quasi passato, dovrebbe essere ora coinvolta nei processi decisionali del finanziamento. L'anello mancante del policy mix monetario e fiscale è il sostegno al sistema creditizio mediante garanzie pubbliche, che sarebbe stato possibile semplicemente stanziando risorse dedicate in seno ai piani di rilancio europei e nazionali. Non si tratta di sovvenzioni a pioggia, ma di ipotizzare sin dal principio meccanismi per evitare perniciose forme di azzardo morale, allineandone gli interessi a quelli dello Stato, condividendo ad esempio una parte dei rischi. Maggiore sarà la condivisione, minore sarà il peso del debito pubblico futuro attribuibile a tali garanzie, ma minori saranno anche gli incentivi a erogare credito. Allo Stato trovare la soluzione», sostiene il professore dell'Usi.

**Un pizzico di genio.** Se invece più consistenti doti di fantasia sarebbero necessarie nel guardare ai mercati finanziari privati, i risultati sarebbero però anche più strutturali, con un ruolo nell'aiutare a colmare il gap del mercato europeo rispetto a Nord America e Asia. Per fare questo l'intervento del legislatore sarebbe se non indispensabile, certamente di aiuto, incentivando i privati, ma evitando il formarsi di mercati finanziari ombra. «Cercare e trovare i capitali per ripartire potrebbe non essere la più semplice delle sfide, soprattutto per le imprese più piccole. I canali tradizionali, banche e mercati, sono pronti e risponderanno all'appello; quantità illimitate di liquidità aspettano solo di trovare un impiego, meglio se produttivo. Ma per normative e prassi burocratiche il sistema bancario non potrà essere un attore determinante, ma solo importante, mentre i mercati azionari potranno essere un punto d'arrivo, ma non di partenza. Il vero snodo della trasmissione monetaria sarà rappresentato dal private investment, equity o debt che sia», sottolinea Corte.

Un'eventualità spesso snobbata, non foss'altro che per difficoltà oggettive, ma che potrebbe invece fare la differenza in più d'un senso, e in più d'un caso. «Passando dai mercati privati gli investitori possono supportare direttamente le aziende nel loro percorso di ripresa, esponendosi a tematiche dall'alto potenziale nel lungo periodo. Il numero di Ipo è ormai in diminuzione dai primi Duemila, mentre il numero di società detenute privatamente

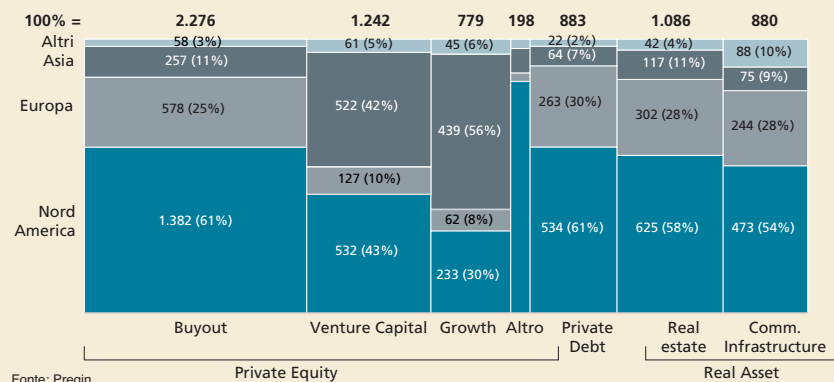


è in costante aumento. Una tendenza, questa, che accomuna tutti i principali mercati pubblici, Stati Uniti, Europa, Cina e India, dunque trascurarli rappresenta un'opportunità d'investimento persa. Va però segnalato che l'interesse stia comunque crescendo, secondo il *Global Family Office Report 2020* il peso di questi mercati nei portafogli d'investimento del settore sarebbe già superiore al 15%, o al 30 includendo l'immobiliare», chiosa il Cio di Ubs.

**Il potenziale ancora inespresso dei mercati privati è molto più che significativo, con rendimenti medi lunari per altri comparti, e una crescita annua sbalorditiva. La potenza di fuoco degli operatori del settore è ancora modesta, ma nel caso si rendessero accessibili per risparmiatori e istituzionali tutto potrebbe radicalmente cambiare, con effetti positivi per tutti.**

## Le masse investite nei mercati privati

7,3 trl. di dollari (dati per regione, e veicolo d'investimento mld usd; H1 2020)



I mercati privati valgono già ora diverse centinaia di miliardi, con risorse ingenti ancora tutte da investire. Il grande nemico è il tempo, seguito dalla scarsa trasparenza.

nicchia, sia a livello di dimensioni, privilegiando quindi aziende già di medie dimensioni o altre ancora ai primi passi. I fondi di private equity possono dunque sì generare Alpha, ma anche fare la differenza, migliorando la qualità della strategia della società in cui si è investito, intervenendo nei processi decisionali. Anche in questo caso la scelta del veicolo è determinante», prosegue il Cio di Ubs.

Il tema di fondo rimane però proprio l'accesso al mercato, anche ammettendo che l'appetito sia stato stimolato e dunque sia presente un certo interesse, sono ancora molti i limiti per i soggetti non istituzionali. «Nonostante sieda su montagne di risparmio, spesso a rendimento negativo, e sia già abituato a ottiche di lungo periodo, ad esempio l'immobiliare, all'investitore non professionale tali mercati sono del tutto preclusi. Per trovare una soluzione andrebbero coinvolti sia chi diffonde le informazioni, e dunque di riflesso il legislatore, sia chi dialoga direttamente con i clienti, che nel caso di quelli dai patrimoni più grandi sono già adusi a questa tipologia d'investimento. Nonostante a molti appaia assopito, nei prossimi decenni il settore finanziario tornerà a essere tra i più dinamici e interessanti, restando una delle chiavi del successo delle economie alle nostre latitudini», conclude Gabriele Corte.

Mai come in questo momento a non mancare sono le risorse, le famiglie hanno risparmi ai massimi storici, gli Stati non sono mai stati più indebitati con deficit impensabili sino al 2019, le Banche Centrali stanno fornendo liquidità infinita a chiunque sia disposto a prenderla; ma le imprese continuano a risparmiare, e le banche esitano nel concedere credito. A mancare è semplicemente il coraggio; il semplice formalizzarsi di un nuovo accordo tra pubblico e privato, che in presenza di un'equa distribuzione dei rischi, possa porre le basi di una vera ripartenza.

Siano dunque gli Stati a prendersi la responsabilità di aggregare domanda e offerta, spingendo tutti gli attori economici a rimettersi in gioco, a rischiare, stimolando capitali che mai come oggi dovrebbero tornare a essere coraggiosi. □

## La cultura è economia?

Spesso l'economia di un Paese, imprese e abitudini dei consumatori, è il riflesso della cultura della sua popolazione, e dispiega i suoi effetti con profonde differenze, anche su brevi distanze. «In Svizzera resiste una mentalità tradizionalmente 'contadina', ossia che è meglio mettere del fieno in cascina in previsione di tempi duri. Principio applicato anche nel caso della finanza pubblica. Sentimento condiviso anche in Germania, dove la stessa parola debito, *Schuld*, si riferisce anche a un 'errore' commesso da qualcuno, in questo caso lo Stato indebitandosi», sottolinea Sergio Rossi.

Questo ha però conseguenze macroeconomiche sostanziali sull'intero Paese. «In Svizzera e Germania esiste storicamente un risparmio sovrabbondante rispetto ai bisogni di finanziamento. Tali capitali devono dunque essere esportati, ad esempio in Francia e Italia, dove vengono importati per finanziare la spesa in disavanzo, pubblica o privata», conclude il professore dell'Università di Friburgo.

Guardando però al quadro complessivo, tale quota è destinata a scendere verso quote ben minori, trattandosi dopo tutto di mercati di nicchia, riservati a investitori particolari. «Riservare maggiori 'attenzioni' nel portafoglio a questi mercati, tipicamente illiquidi, farebbe affluire subito risorse fresche, necessarie alla ripresa. È necessaria una maggior diffusione del *know-how* necessario a trattarli, e dei rischi a essi connessi, ma anche normative più flessibili che consentano l'affacciarsi di attori in grado di fare la differenza: i fondi pensione o le assicurazioni. Gli strumenti azionari e di debito necessitano di conoscenze, ma anche di maggior trasparenza, così da far incontrare domanda e offerta in modo sano. È l'unione di banche, mercati pubblici e privati a essere parte fondamentale della vera soluzione», prosegue il direttore generale di Banca del Ceresio.

A patto di accedervi, o più probabilmente di poterlo fare, i benefici finirebbero di gran lunga con il sopravanzare gli svantaggi, specie all'interno di un portafoglio

equilibrato. «A livello di redditività il premio all'illiquidità stimiamo essere tra uno e tre punti percentuali, e guardando al prossimo decennio questo potrebbe rivelarsi molto significativo, con rendimenti superiori al 10%, se non ancora superiori nel caso di alcuni gestori specializzati in strategie tematiche. In momenti di alta volatilità l'illiquidità di tali investimenti può avere risvolti positivi, frenando scelte altrimenti semplicemente emotive. Trova invece un posizionamento ottimale per quella quota di portafoglio dedicata al lungo periodo, che eccede le necessità dell'investitore ed è destinata alla prossima generazione», evidenzia Guglielmin.

Opportunità molto varie, con soggetti anche radicalmente opposti, con una varianza del tutto sconosciuta ai mercati pubblici. Differenze tanto significative quanto quelle che separano i mercati sviluppati da quelli emergenti. «Stiamo parlando di forme d'investimento in cui la diversificazione è estrema, sia a livello di settori, dalla tecnologia a mercati più di