

5 aprile 2020



FINANZIARE L'EMERGENZA E RICONVERTIRE L'ECONOMIA: UN AIUTO DALL'INGEGNERIA FINANZIARIA

di Marcello Minenna

I dati in pubblicazione relativi al mese di marzo 2020 mostrano un rapido arresto sincronizzato dell'economia globale che sta sfociando in una severa recessione, per quanto si spera che sia limitata a pochi trimestri. Le stime più recenti delle grandi banche di investimento vedono il PIL USA in contrazione di circa il 25% nel secondo trimestre dell'anno, dopo un calo di circa l'8% nel primo, uno *shock* superiore a quello del semestre successivo al fallimento di *Lehman Brothers* nel 2008.

In Italia l'indice manifatturiero a marzo è crollato del 50% mentre la media dell'Eurozona intorno al 10%; lo stesso governo ritiene possibile un calo complessivo del PIL nel 2020 tra il 6% e l'8%. Dopo le misure emergenziali delle banche centrali, ora sono i governi a sfoderare piani di espansione fiscale imponenti: dai 2.000 miliardi di \$ del piano di contrasto USA, ai piani di garanzie dei governi dell'Eurozona che arrivano a cubare intorno ai 2.700 miliardi di € (per il momento, e senza contare il piano della Commissione Europea per 100 miliardi di prestiti finalizzati alle imprese).

Sebbene il piano di garanzie del governo italiano non preveda un esborso consistente nell'immediato, secondo stime ragionevoli la crescita del debito connesso al finanziamento della spesa emergenziale per il contrasto alla pandemia potrebbe collocarsi tra i 100 e i 200 miliardi di €. L'ombrello protettivo del programma pandemico della Banca Centrale Europea (BCE) che prevede 750 miliardi di acquisti di titoli governativi entro fine 2020 coprirebbe il rifinanziamento del debito italiano per la quota di circa 160 miliardi, ma bisogna considerare anche il *roll-over* standard del debito in scadenza di 350 miliardi. È chiaro che comunque la pressione sul mercato secondario sarà enorme nonostante il supporto della BCE; qualunque meccanismo che possa consentire di ridurre l'esposizione del debito alla volatilità del mercato dei capitali è da valutare con attenzione.

Per ottenere questo risultato occorre certo rimettere in gioco il ruolo dello Stato come garante, ma in stretta sinergia con il risparmio privato. Questo restituirebbe attrattività ad investimenti anche per operatori istituzionali tradizionalmente molto prudenti, come i fondi-pensione o le imprese di assicurazione e che al momento sono in difficoltà sul fronte delle scelte di investimento tradizionali. Coinvolgere dunque l'ampio bacino di risparmio nazionale, che è rimasto (a ragione) congelato sui conti correnti e di deposito, in una mobilitazione volontaria per le spese strategiche ed indifferibili.

In passato ho proposto soluzioni mirate di ingegneria finanziaria per la promozione di [investimenti infrastrutturali](#) e con [una forte componente verde](#) e sociale. Ora sono urgentissimi dei programmi di riconversione del nostro apparato manifatturiero verso produzioni di emergenza (materiale sanitario di protezione individuale, apparecchi elettromedicali) e di quello immobiliare per l'apertura di nuove strutture utili ad ampliare la capacità di accoglienza del sistema sanitario. Ma non solo: vista l'esplosione inderogabile della necessità dell'uso dello *smart working* a livello generalizzato nel prossimo futuro, la banda ultra-larga diventa un progetto prioritario da velocizzare con ogni mezzo possibile.

Il pacchetto andrebbe ovviamente accompagnato da una serie di misure essenziali di mitigazione dell'impatto della crisi sul sistema finanziario e bancario, anch'esse fondate su un uso mirato delle garanzie statali. In questa direzione si muoveva la proposta, che feci tempo fa, di contabilizzare a valore di mercato le sofferenze bancarie sotto copertura di una garanzia. Potrebbe essere un'utile bussola per gestire la massa di nuove sofferenze che saranno certamente in arrivo con la recessione.

Infine, la politica fiscale espansiva e gli aiuti di emergenza alla popolazione dovrebbero essere gestiti attraverso la rapida progettazione di una valuta digitale di Stato,

completamente tracciabile e su cui porre limitazioni ed incentivi alla spesa di particolari categorie merceologiche, preferibilmente di provenienza nazionale. Un progetto-pilota rapidamente implementabile, [di cui parlavo qualche settimana fa](#), prevedrebbe la digitalizzazione delle monete metalliche e funzionerebbe da test preliminare per l'intera infrastruttura digitale.

INGEGNERIA FINANZIARIA PER LE SPESE STRATEGICHE ED INDIFFERIBILI

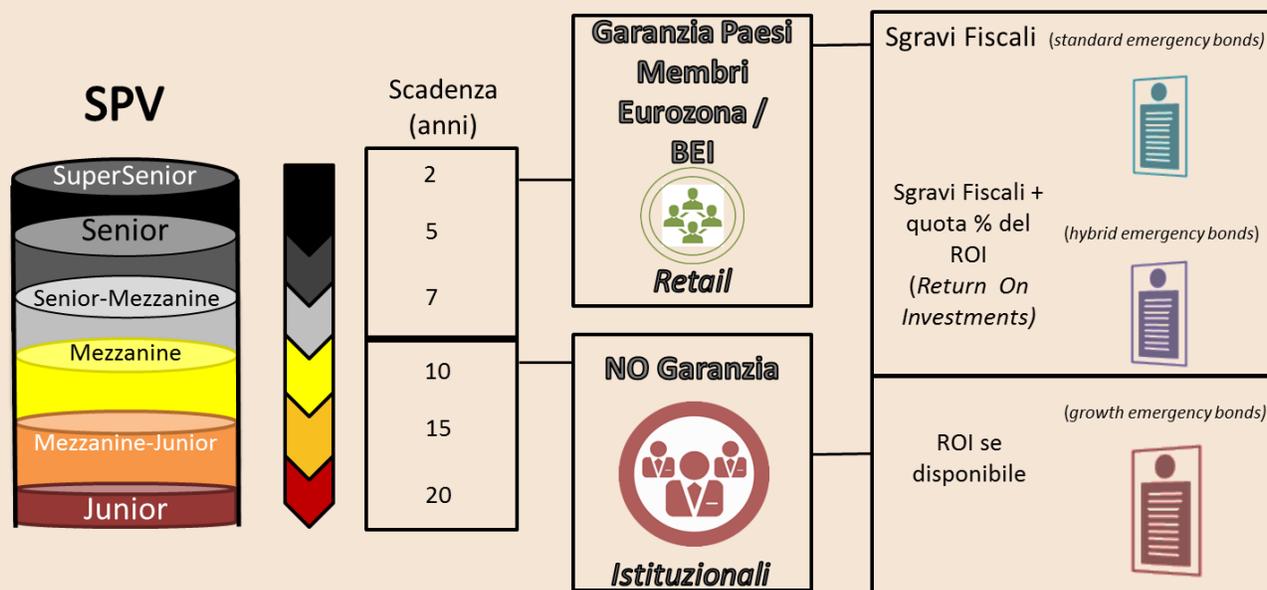
A titolo esemplificativo, si può ipotizzare la costituzione, da parte del governo, di una società-veicolo a controllo pubblico ma fuori dal perimetro contabile del debito, che emetta titoli ABS (*Asset-Backed-Securities*) con l'obiettivo di realizzare progetti emergenziali di pubblica utilità ai fini della riconversione rapida dell'economia nazionale. Prevedendo una garanzia statale su parte della raccolta, si potrebbe arrivare a mobilitare una decina di punti percentuali del risparmio privato (tra cui quello istituzionale).

Si tratterebbe di un progetto che mantiene una struttura *market-friendly* nonostante la crisi in corso e che conserverebbe il vantaggio di avviare una *governance* mista pubblico/privato, con lo sviluppo di costruttivi meccanismi di *delegated monitoring* sui progetti che tengano sotto stretto e rigido controllo l'efficacia e l'oculatazza della spesa.

In altri termini, uno *Special Purpose Vehicle* (SPV) a partecipazione mista che emetta in prima istanza almeno 100 miliardi di obbligazioni a struttura ibrida, con 6 *tranches* ordinate dalle meno rischiose (garantite dallo Stato) alle più rischiose assimilabili a veri e propri *growth bond* (cfr. Figura 1). Si potrebbe supporre una composizione paritetica (50/50) del passivo tra risparmiatori ed investitori istituzionali.

Figura 1

Esempio di veicolo a capitalizzazione mista per il finanziamento di progetti emergenziali di pubblica utilità



Per una migliore *governance* del rischio, la *tranche* di mezzo (c.d. *mezzanine*) dovrebbe essere supportata da garanzie regolate a prezzi di mercato rilasciate dalla Banca Europea degli Investimenti o dal Fondo Salva-Stati o dagli Stati membri singolarmente o tramite un apposito consorzio.

Come conseguenza le *tranches* sopra quella di mezzo (c.d. *super-senior*, *senior*, *senior-mezzanine*) sarebbero rischiose – in relazione al tipo di garanzia – al più come i titoli di Stato o delle relative entità sovranazionali e la *tranche* più sicura potrebbe essere trattata sul mercato interbancario e magari in BCE come titolo privo di rischio. Una replica sintetica di questi titoli insomma, con un possibile premio al rischio per il minore livello di liquidità e liquidabilità.

I rischi sarebbero ingegnerizzati anche in relazione alla durata dell'investimento, prevedendo un aumento della durata dalla *tranche* meno rischiosa (*super-senior*) alla più rischiosa (*junior*), con quest'ultima che potrebbe avere durata superiore ai 20 anni.

Le redditività delle varie *tranches* di bonds ibridi ovviamente sarebbero commisurate ai rischi sopportati e potrebbero essere strutturate attraverso dei benefici fiscali.

Il sottoscrittore potrebbe avere diritto ad una detrazione fiscale commisurata al prelievo fiscale relativo alla quota di interessi sul debito pubblico (nel 2018 vicina alla media nazionale di 2.900 € annui). L'estinzione "virtuale" della propria quota di debito pubblico, che l'investimento nel veicolo garantirebbe, comporterebbe infatti l'assenza di interessi da pagare su tale quota e quindi il venir meno del connesso prelievo fiscale.

Per le tre *tranches* a minore rischiosità, condizione necessaria per usufruire del beneficio fiscale sarebbe il mantenimento dell'investimento per un periodo minimo di 5 anni. Per le *tranches senior* e *senior-mezzanine* potrebbe essere prevista una redditività aggiuntiva connessa ai risultati finanziari conseguiti dal veicolo con dei tetti massimi.

Le *tranches junior* – che peraltro sarebbero le prime a pagare in termini di mancato rimborso del capitale nel caso di perdite – avrebbero una redditività ancorata a quella degli investimenti e ovviamente non riceverebbero alcun beneficio fiscale. Per via dei rimborsi progressivi gli investitori rimarrebbero a gestire in esclusiva i progetti sulla lunga scadenza.

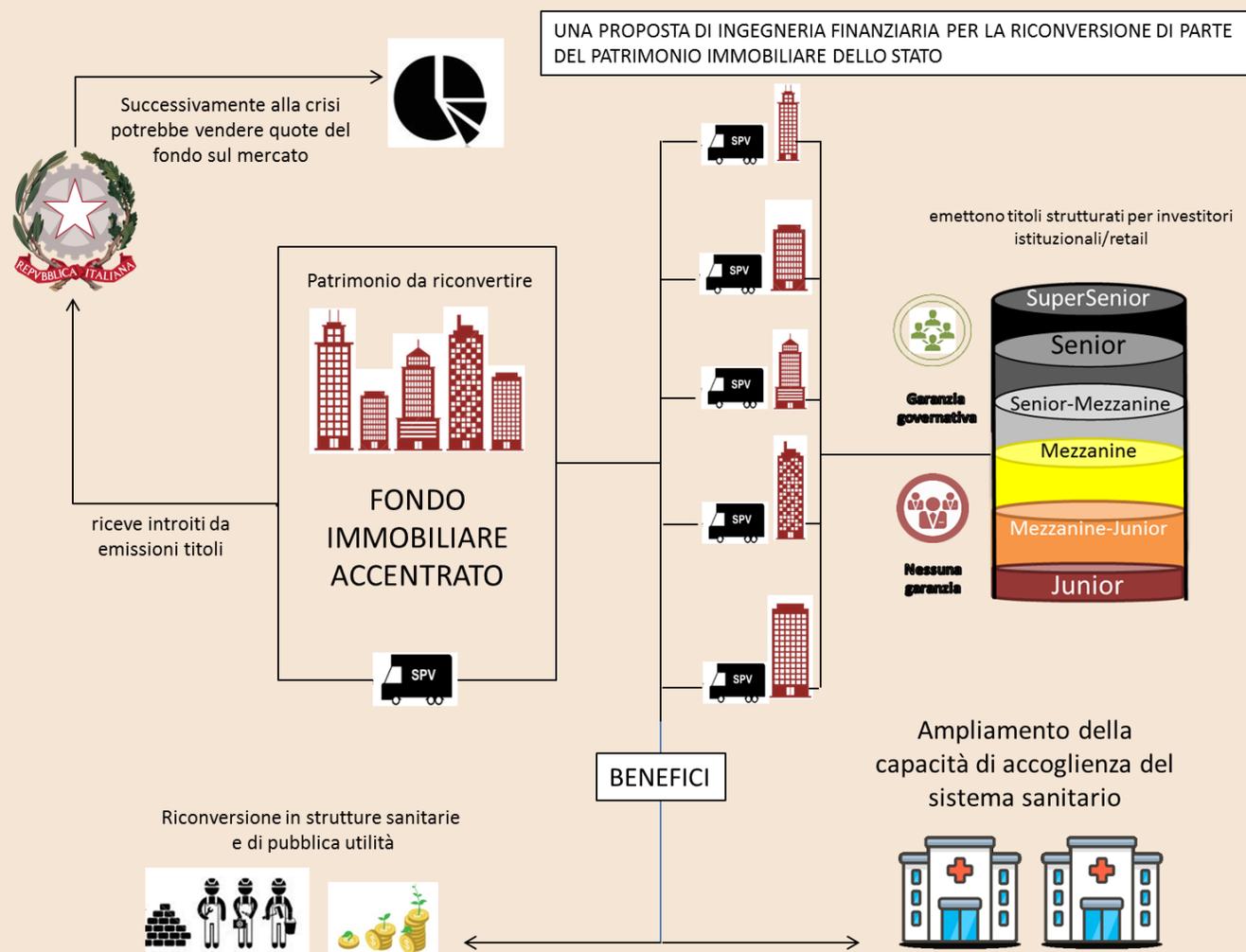
RICONVERTIRE RAPIDAMENTE IL PATRIMONIO IMMOBILIARE CON L'AIUTO DELL'INGEGNERIA FINANZIARIA

Il patrimonio immobiliare di Stato ed Enti locali (283 miliardi di € da una stima del Ministero del Tesoro del 2015), oggi per 12 miliardi di € è completamente inutilizzato e dunque rappresenta solo costi gestionali. Parte di questo potrebbe essere rapidamente riconvertito in strutture in grado di aumentare la capacità di accoglienza del sistema sanitario con diverse gradazioni. Anche qui potrebbe essere d'aiuto un'operazione finanziaria ben congegnata.

L'idea consisterebbe nel conferire questo patrimonio in uno o più veicoli di proprietà pubblica che emettano titoli (strumenti finanziari atipici) che diano ad un *partner* industriale migliore offerente vari obblighi, diritti e facoltà. Innanzitutto, l'obbligo di riconvertire l'immobile per destinarlo all'impiego stabilito dallo Stato (in questo caso il fronteggiamento dell'emergenza sanitaria) o dall'ente pubblico conferente, la concessione d'uso per la durata del titolo o in specifici casi un diritto di prelazione sull'acquisto alla scadenza dello strumento.

In sostanza, lo strumento atipico si tradurrebbe in una cartolarizzazione di un negozio ibrido comprensivo del binomio *leasing* immobiliare/concessione. Ma la sua natura e struttura potrebbero offrire anche l'ulteriore beneficio per il sottoscrittore di finanziare l'operazione attraverso l'emissione di ABS ordinati per scadenza e rischiosità come nel caso dei progetti di riconversione manifatturiera.

Figura 2



UNA NUOVA CONTABILITÀ PER RIPRISTINARE IL RAPPORTO BANCA-IMPRESA IN TEMPO DI CRISI

Nel mio libro “La Moneta Incompiuta” (2016) ho presentato il “Salva-Imprese”, una soluzione per superare la prassi di svalutare i crediti bancari, mantenendoli nei bilanci di banca e impresa al valore nominale inclusivo degli interessi rimuovendo la segnalazione in Centrale dei Rischi dell’impresa “in sofferenza” come “cattivo pagatore”. Il progetto è già

stato discusso in Parlamento come proposta di Legge nel 2017. In un periodo di emergenza potrebbe essere rispolverato per un nuovo attento riesame.

In questa prospettiva, ho proposto una nuova contabilità che “sincronizzi” i bilanci di banca ed impresa al valore del credito svalutato. Questa svalutazione (o *haircut*) del rapporto creditizio non è un condono, ma semplicemente riflette quanto lo Stato, e dunque il contribuente, pagano per sostenere il “sistema Italia” per via dei mancati gettiti fiscali durante un periodo di profonda crisi. L’idea è quella di evitare che i contribuenti paghino attraverso i vari costi diretti e indiretti derivanti dalla distruzione del tessuto industriale e del rapporto sinergico con le banche.

La sofferenza sorta nel periodo di crisi in arrivo dovrebbe essere quindi trasformata in un credito *in bonis* nel bilancio della banca attraverso una garanzia dello Stato a prezzo di mercato. L’*haircut* del rapporto creditizio non sarebbe però sufficiente per consentire all’impresa di accedere nuovamente al credito né per sfuggire ai fondi avvoltoio (*vulture funds*) che comprano sofferenze all’ingrosso ed a prezzi sottovalutati. L’impresa, infatti, nonostante l’alleggerimento del fardello del debito resterebbe segnalata nella Centrale Rischi di Bankitalia e la banca (per motivi di patrimonializzazione) avrebbe comunque utilità a vendere il credito ai *vulture funds*.

Dunque per garantire la riapertura dell’accesso al credito è necessario che la nuova contabilità trasformi la sofferenza in un credito *in bonis* nel bilancio della banca con conseguente cancellazione dell’informativa problematica nella Centrale dei Rischi di Banca d’Italia e dai sistemi interni di *scoring* creditizio delle banche. Inoltre, lo Stato dovrebbe prestare una garanzia per proteggere le banche da ulteriori perdite. È infatti evidente che non tutte le imprese che beneficiano dell’*haircut* saranno in grado di onorare, per lo meno nel breve periodo, la parte residua del debito verso la banca (cfr. Figura 3).

Figura 3

UN APPROCCIO SALVA-IMPRESA ALLA GESTIONE DELLE SOFFERENZE "VIVE"

SITUAZIONE PRE-CONDONO «SALVA-IMPRESA»



SITUAZIONE POST-CONDONO «SALVA-IMPRESA»



LA TRANSIZIONE VERSO UNA VALUTA PIENAMENTE DIGITALE ATTRAVERSO LA DEMATERIALIZZAZIONE DELLE MONETE METALLICHE

Le moderne tecnologie, in particolare quelle digitali, ci permetterebbero di realizzare facilmente una valuta dematerializzata di Stato (o di banca centrale) capace di rimettere in circolo in tempi rapidi la moneta metallica inutilizzata secondo modalità sicure e monitorabili dalle istituzioni e di avviare così la fase 1 di una transizione che in prospettiva potrebbe interessare anche le banconote. La liquidità disponibile in modalità dematerializzata sarebbe utilizzabile dai titolari con una serie di restrizioni. Le somme versate nelle carte di pagamento o negli e-wallet dovrebbero essere spendibili solo presso esercizi commerciali di dimensioni medio-piccole collocati nel territorio della Repubblica.

Ciò assicurerebbe che, almeno per quanto riguarda gli effetti di primo grado, l'economia nazionale fosse il principale beneficiario con un occhio di riguardo alla piccola

distribuzione. Stimoli fiscali mirati tendono, infatti, ad aumentare la propensione marginale al consumo degli individui, vale a dire la quota di reddito disponibile destinata agli acquisti determinando una spesa maggiore che va ad accrescere il reddito disponibile. A questo effetto si aggiungerebbero inoltre il recupero di gettito collegato all'emersione di una parte dei redditi non dichiarati.

In definitiva c'è margine - anche in questo contesto di profonda crisi - per fare buona ingegneria finanziaria nella prospettiva di sostenere l'economia in un profondo processo di riconversione ed adattamento. Il Paese ha le risorse materiali ed intellettuali per farlo.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli

Le opinioni sono strettamente personali

@MarcelloMinenna