



executive manager

Nord Est

Il capitale intellettuale
delle Aziende di valore

8

executivebook
febbraio 2013

Workshop per manager ed aziende in cerca di una bussola

Bufera finanziaria ancora in corso: Perché? Come? Cosa? Quando?

Laboratorio guidato dal Prof. Francesco Renne

Fondazione CUOA 12 Aprile 2012



La Collana

Executive Book è la collana che raccoglie le esperienze e gli stimoli emergenti dagli Executive Labs.

Executive Book è un luogo di incontro dove si discute di management con i protagonisti della realtà economica e sociale.

La direzione scientifica di questo numero della Collana è stata curata dal Prof. Francesco Renne

Gruppo di Lavoro

Federico Armani

(National Account Executive, Vodafone Global Enterprise)

Gianluca Baldussi

(General Manager, Meccanica Veneta Srl)

Francesco Beni

(PM / IT Consultant & Security, Almaviva SpA)

Andrea Campagnolo

(Commercial Manager, Mafin Spa)

Michele Repaci

(Project Leader, Bosch Rexroth Spa)

Enrico Scian

(Project Area Manager at Pride)

Ringraziamenti

Questo è l'ottavo numero della collana Executive Book curato dal Gruppo Executive Manager Nord Est.

Proporre un Lab sulla crisi, rianalizzandola tre anni dopo, riteniamo porti sia valore che bagaglio di strumenti utili ad orientarsi fattivamente nei periodi a venire.

Un ringraziamento particolare va quindi al Prof. Francesco Renne che, ritagliando dalla sua fitta agenda il tempo per questo incontro, coglie con entusiasmo le provocazioni esponendo argomenti e visioni ricche di spunti di riflessione e lasciandoci un vademecum a notevole valore aggiunto.

Gli Arieti, il gruppo organizzatore dell'evento, ringraziano ancora una volta il CUOA per l'ospitalità e tutti gli ex allievi E-MBA per l'attiva partecipazione all'incontro.

Enrico Scian

Segretario EMNE

Benvenuto ed introduzione alla giornata	4
Presentazione dell'ospite	5
Introduzione e quesiti	6
Workshop spunti dai gruppi	9
Workshop: analisi e sintesi di Francesco Renne	12
Appendice	20

Benvenuto

4

Il gruppo degli EMNE nasce a fine 2007 dai diplomati del percorso Master E-MBA 3, e si costituisce in associazione nel 2010 coinvolgendo rappresentanti dei vari percorsi E-MBA. L'associazione promuove una serie di iniziative il cui momento pubblico aggregante sono gli incontri definiti Executive Lab dove la formula è quella del laboratorio, inteso come modalità di scambio e crescita culturale ogni volta in divenire.

Dal punto di vista privilegiato del Prof. Francesco Renne e partendo dai risultati dell'analisi frutto del workshop del 2009 svolto presso questa Business School, vedremo di analizzare gli sviluppi intercorsi per dotarci di

ulteriori strumenti e spunti utili ad affrontare la crisi in questa nuova fase. Come tre anni fa l'incontro di oggi seguirà il format del workshop; ad una fase iniziale di introduzione al tema e messa in comune della terminologia, seguirà l'attività dei gruppi, che richiederà un contributo attivo dei partecipanti. Dagli spunti, emersi in presentazioni plenaria, si chiuderà con i commenti del Docente e le conclusioni relative. Dunque un buon lavoro a tutti !

Michele Repaci

Presidente EMNE

Presentazione dell'ospite

Francesco Renne

Ragioniere commercialista e revisore contabile, consigliere dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Varese (2008-2012). Dal 1997 docente CUOA Finance e Relatore CUOA Club Finance. Dal 2006 coordinatore tematico dell'Osservatorio Legislazione e Mercati. Dal 2008 Presidente della Commissione Finanza presso il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili.

Introduzione e quesiti

6

Sono passati tre anni dall'ultimo incontro sul tema. Partiamo quindi con il capire/confutare quanto precedentemente analizzato, le azioni che furono proposte, passando quindi ad individuare l'evoluzione o involuzione che ha subito il mercato del credito.

Il titolo scelto è volutamente provocatorio e l'obiettivo è di offrire delle riflessioni operative che, nel workshop di oggi, sono divise in quattro quesiti.

Il primo stimolo di riflessione parte dalla domanda: perché continua la crisi? (tre anni fa ci siamo chiesti perché è nata)

Parlando per immagini: un bambino si spaventa per il tuono, ma al bambino va spiegato che deve preoccuparsi del fulmine, la causa, non tanto del tuono, l'effetto. Capire quindi da dove è nata e perché persista ancora la situazione di tensione esistente ci consente di gestirne al meglio l'evoluzione, individuare le azioni per reagire efficacemente, separandole da quelle che ci vengono proposte che si rivelano essere dei placebo. Nella precedente sessione avevamo individuato, come azione per arginare la continuazione della crisi, la modifica delle regole della finanza. Sono passati tre anni ma la crisi continua: le regole sono state cambiate? O forse non era

colpa delle regole?

La crisi è partita dall'area consumer per poi estendersi alle aziende ed al debito sovrano e, riproponendo quando analizzato la volta scorsa, tutto può essere riconducibile alle azioni della FED per reazione alla crisi del 2001: tassi troppo bassi, troppa iniezione di liquidità per troppo tempo con un meccanismo di regole a leva attivo/patrimonio molto più elevato per le banche americane rispetto a quelle europee. La correzione che ne è scaturita ha imposto un incremento dei tassi inducendo una stretta monetaria al sistema. La reazione di molti governi nazionali alla crisi subentrata nel 2008 è stata di immettere liquidità aumentando il debito pubblico contagiando anche i debiti sovrani. La ricetta che ci stanno propinando per rientrare dalla crisi del debito pubblico è il rigore che, se l'indebitamento rispetto al PIL non è troppo elevato, può essere sostenibile.

Ma con indebitamento molto elevato rispetto al PIL si produce un aumento della pressione tributaria, affossando i segnali di ripresa, bloccando il meccanismo che produce un aumento delle entrate per lo stato e quindi non partecipando all'abbattimento del debito pubblico. Anche oggi possiamo indivi-

duare un loop:
meno risorse per correzione della troppa liquidità => rigore => blocco dello sviluppo per effetto della pressione fiscale => ulteriore indebitamento

Integriamo quindi la domanda iniziale: perché continua la crisi e come posso bloccarla con minori risorse a disposizione?

Impatto della crisi: come possiamo bloccare il contagio dalla crisi finanziaria all'economia reale? Questo tema affrontato tre anni or sono ha portato ad individuare quale elemento di contagio il fenomeno del credit crunch. Adesso le banche, quotate anche loro in borsa, cercano di sorreggersi riducendo gli impieghi verso le aziende, che già in una situazione di rallentamento, vivono ora, per sane che siano, una drammatica riduzione dei finanziamenti. Questo induce a pensare che possano esserci società, in questa fase economica, a sconto, ovvero acquisibili ad un valore molto più basso rispetto ad un mercato in condizioni ordinarie perchè limitate nell'accesso al credito (le aziende italiane sono tipicamente sotto capitalizzate e sovraindebitate nel breve), consentendo all'imprenditore di espandersi con ghiotte opportunità. Di conseguenza: se c'è opportunità di investimento, siamo davvero sicuri che siamo in una fase di credit crunch? Quando c'è credit crunch non vi è liquidità mentre oggi in realtà la liquidità c'è ma viene tenuta ferma o allocata in maniera diversa e per ripristinare il sistema basterebbe rimetterla in circolo.

Con la terza domanda ci spostiamo a livello di azienda, chiedendoci cosa dovrebbe fare oggi l'imprenditore, os-

sia redigere un vademecum operativo veramente efficace per le società nello scenario attuale, individuando alcune regole alle quali ancorarsi fintanto che non si rientri dalla criticità, con l'obiettivo di trovarsi pronti all'inversione di tendenza andando a cogliere le nuove opportunità che si potranno presentare. Che scelte devono compiere le aziende nel concreto, per esempio: come negoziare con le banche, come gestire questo momento di transizione, come controllare l'aspetto finanziario in un contesto di crisi che si sta allungando oltre le aspettative?

La risposta alla quarta domanda affronterà il tema di fondo: quando si prevede che possa finire la crisi?

Nel momento in cui c'è una crisi, che si concretizza con il calo del fatturato, c'è una riduzione del capitale circolante. Non potendo più fare conto su questa risorsa, le aziende alzano il grado di utilizzo dei fidi, movimento letto dal sistema come indicatore di peggioramento dell'andamento rilevato dalla centrale rischi, modificando la percezione da parte del sistema creditizio del fattore di incremento di rischiosità dell'imprenditore per l'accesso al credito. Questo a sua volta determina un abbassamento del rating, aumento del pricing e tanto più siamo esposti nel breve termine tanto più siamo dipendenti da questo meccanismo. E' pertanto un circolo vizioso, che impropriamente chiamiamo credit crunch, ma in realtà è il risultato di una cattiva gestione della propria impresa.

Sintetizziamo quindi le domande di fondo sulle quali vi solleciterò:

- la moratoria fatta dall'ABI serve

davvero? Certo, aiuta...ma, parlando per immagini, anche l'aspirina aiuta quando hai la malaria, ma non è con l'aspirina che guarisci.

- Forse la moratoria serve a poco, mentre un'azione più drastica di rinegoziazione del debito, con contestuale operazione di equity apportando nuove risorse e capitali, è necessaria, ma quando e come affrontarla?
- Quando conviene intervenire con capitali propri? E' sempre conveniente? Probabilmente no, ma quando è meglio farlo con capitale dei soci e quando invece di terzi, attraverso ad esempio fondi di equity?

Torniamo ora indietro a quanto visto durante il workshop di 3 anni fa. Oggi tutti concordano sul fatto che l'eccesso di liquidità sia stato l'elemento scatenante la crisi. Ma se è così, tutti i paesi che hanno iniettato nuova liquidità nel periodo 2008/09 non hanno usato la medicina giusta. Da qualche parte pensiamo pertanto che dovrà iniziare un drenaggio di liquidità, una stretta monetaria che porterà implicitamente la conseguenza di un allungamento del tempo di uscita dalla crisi.

Quali rischi avevamo individuato nel 2009? Allora il problema vero era la trasmissione della crisi di liquidità dal sistema bancario al sistema dell'economia reale per effetto del debito: le imprese in crisi sono più rischiose, le banche tendono a ridurre affidamenti ed il rischio dell'impresa aumenta ulteriormente. Si sarebbe dovuto, a nostro avviso, intervenire diversamente

sulle politiche di accesso al credito, ma ovviamente siamo stati inascoltati. Certamente sarebbero dovuti cambiare i modelli di rating, sia quelli esterni delle agenzie di rating, che quelli dettati da Basilea 2 per l'accesso al credito, che sono naturalmente pro ciclici (quando le aziende ed i bilanci vanno bene l'accesso al credito è garantita). Nulla è cambiato negli ultimi tre anni, né gli strumenti di valutazione, né le regole sui valutatori: sul tema del conflitto di interessi tra chi fabbrica il prodotto finanziario e chi lo valuta, sul ruolo della promozione finanziaria, si sono visti pochi interventi legislativi ma solo grandi dichiarazioni. Pochi giorni fa la commissione europea ha bocciato il passaggio alla consulenza finanziaria indipendente; il giudizio indipendente non è più obbligatorio e con questa decisione si continua a percorrere la strada del modello distributivo attuale, nel quale gli operatori finanziari fanno la consulenza ai prodotti che vendono.

Un altro tema che avevamo affrontato era quello della misurazione del rischio, partendo dalla constatazione che prima del 2008 avevamo probabilmente sbagliato a misurarne l'entità. Ancora oggi l'80% delle scelte di investimento sono fatte sulla base degli stessi algoritmi: la conseguenza è che grandi volumi di denaro si muovono sulla base degli stessi segnali dato che i modelli di calcolo e di interpretazione sono gli stessi per tutti gli operatori.

Tre anni fa avevamo auspicato un maggior coordinamento tra le istituzioni a livello di eurozona: sotto questo profilo qualcosa è stato fatto, creando tre au-

torità europee, maggiore concertazione sugli interventi delle banche centrali sui cambi del quantitative easing e sugli interventi pubblici per stabilizzare i mercati. Si è inoltre cercato di intervenire nella revisione dei parametri di Basilea 2: in ogni caso gli effetti saranno da valutare.

Si era poi detto che dovranno cambiare i criteri di valutazione dei bilanci: la possibilità di derogare dal criterio del fair value, mantenendo alcune condizioni di costo, nei fatti ha generato dei bilanci in alcune strutture finanziarie ed aziende fatti più o meno con l'approccio di chi, quando c'è polvere in giro, alza il tappeto e la nasconde.

Le conseguenze però sono importanti: basta citare il caso di una cassa di previdenza di una delle professioni italiane che impropriamente ha adottato queste deroghe (previste solo per le banche e società finanziarie) per il proprio bilancio, al fine di non fare emergere da 4 anni a questa parte una svalutazione dei titoli. Se questa fosse emersa, come da requisito del Ministero del Lavoro per una cassa previdenziale privata, non avrebbe più garantito la sostenibilità finanziaria nel lungo periodo.

Riallacciati tutti gli argomenti del precedente workshop, attualizzati i quesiti e costruito uno scenario ed un vocabolario comune, è tempo di affrontare l'analisi svolta dai vari gruppi.

Workshop: spunti dai gruppi

Gruppo primo quesito

Andrea Campagnolo: perché continua la crisi?

Ecco i risultati dell'analisi:

- C'è ancora parecchia liquidità nel mercato ma questa è bloccata
- i tassi sono molto bassi
- le capacità di valutazione da parte del sistema bancario sono limitate, cioè mancano le competenze per decidere se un'azienda merita o meno di essere finanziata
- il credit crunch è solo virtuale
- parlando del modello veneto si può affermare che la crisi continua perché le imprese sono presenti in settori maturi e a basso valore aggiunto; anche la produttività del lavoro è a livelli non soddisfacenti (esempio della Volkswagen che, pur con costi della manodopera e produttivi da eurozona, riesce a competere ed essere oggi il primo player mondiale)

Come uscire?

- aumentare la produttività? LIRAP dovrebbe favorire l'efficienza produttiva, in quanto non dando benefici fiscali legati al numero di risorse dovrebbe incentivare a fare efficienza con le risorse esistenti. D'altro canto serve comunque fare innovazione.
- Sono cambiate le regole della finanza dopo la prima crisi del 2008? No, soprattutto nel valutare l'economia

reale. I modelli sono quelli di prima, non sono stati creati modelli correttivi. La sommatoria a valore dei prodotti finanziari attualmente sul mercato è pari circa ad 8 volte il valore dell'economia reale, quindi il leverage è ancora molto spinto. L'Europa è inoltre un'area dove è oggettivamente difficile fare previsioni di crescita elevate nei prossimi anni.

Gruppo secondo quesito

Michele Rapaci: Come finanziare?

Abbiamo diviso l'economia in due macroaree:

- quella reale, l'azienda, dove l'imprenditore o il manager devono aver definito, e la cosa non è scontata, i seguenti ambiti:
 - una governance
 - una strategia chiara ed esplicita
 - un sistema di controllo di gestione
 - un business plan
- quella finanziaria, di supporto alle attività produttive
 - la liquidità esiste ma è bloccata, perché l'esposizione aziendale è quella a breve-brevissimo termine. Tutti cercano finanziamenti ma solo per tamponare una criticità immediata.

Il problema è quindi temporale: sia l'azienda che la banca stanno lavorando solo sul breve termine e gli strumenti del medio e del lungo termine non sono così sviluppati. La liquidità potrebbe essere alimentata accedendo a strumenti come:

- spostamento del credito sul medio termine
- private equity

Quindi gli strumenti ci sono e vanno allora sviluppate le capacità comunicative dell'azienda nel presentare il business plan e gli investimenti oltre a quelle dell'istituto di credito nel leggerli ed interpretarli. Come si possono attivare nella pratica tali strumenti e capacità? Servono nuove regole o ce ne sono già troppe? Forse servono incentivi specifici e la strada dell'innalzamento della cultura e delle competenze è però da portare avanti in parallelo (terreno fertile per le Business School!)

Gruppo terzo quesito

Eddi Conzato: Cosa fare oggi per le Aziende?

Il debito a breve termine è il nodo cruciale, specialmente qui nel Veneto. Chiunque decida di avviare un'azienda o semplicemente una piccola attività imprenditoriale si rivolge alla banca e da sempre questa viene vista come l'unica fonte esterna di finanziamento.

Come trovare altre forme, ammesso di rendersi conto che ce ne possano essere? Oltre al capitale proprio come forma interna di finanziamento, il capitale di terzi richiede una cultura che non può essere solo quella "del fare".

Saper pianificare è il secondo step indispensabile per procedere.

In periodo di crisi un'azienda può aver mantenuto le sue capacità di business e di marginalità, ma si trova bloccata su alcuni mercati per motivi oggettivi: spesso in questi casi la banca fatica a capire la visione prospettica aziendale

perché ci si ferma all'analisi dei dati di ordinativi e fatturato. E allora il rischio è che l'imprenditore cerchi di "aggiustare" i suoi bilanci per renderli più presentabili, rischiando di perdere, sul lungo termine, credibilità. E questo alimenta il loop negativo.

Come uscirne?

Riducendo il rischio con strumenti come:

- factoring
- cartolarizzazione del debito se le banche lo recepiscono
- finanziamenti dedicati, specifici per un progetto
- migliorare i sistemi gestionali
- non lavorare solo a consuntivo, ma soprattutto sui previsionali e la pianificazione
- vademecum: è la sintesi dei punti precedenti

Gruppo quarto quesito

Federico Armani: Quando rinegoziare il debito?

Il punto fisso per valutare come gestire il debito è secondo noi il WACC cioè il tasso minimo che l'azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per poter remunerare i propri creditori, gli azionisti e gli altri fornitori di capitale. E' la linea se scendiamo sotto la quale è necessario rinegoziare il nostro debito, ma che ci dice anche se conviene rifinanziarci tramite banche oppure attraverso altre fonti di credito come il private equity (questi ultimi vanno considerati anche per apportare le competenze manageriali).

La moratoria del credito in realtà fa molto bene al sistema bancario (non aumento i crediti incagliati), ma non è

particolarmente utile alle imprese ed è una attività più che altro cosmetica che sposta solo in avanti il problema.

Per concludere non esiste un momento univoco nel quale rinegoziare il debito, ma deve essere il mio modello di pianificazione finanziaria che mi indica qual è il trend ragionevolmente previsto. Se ho le competenze manageriali internamente scelgo per una modalità solo bancaria, viceversa propendo per il private equity.

Workshop: analisi e sintesi di Francesco Renne

Ci sono degli spunti comunemente evidenziati che sarebbero interessanti come base per un livello successivo d'indagine. Esiste, come emerge dai quattro elaborati, un problema di asimmetria, cioè di capacità di analisi delle dinamiche bancarie ma anche di disponibilità informative e di capacità di spiegare la situazione da parte dell'azienda. E' stata anche individuata l'esistenza di un gap nella cultura d'impresa e nella capacità di utilizzo di alcuni strumenti di pianificazione; è necessario pianificare, l'hanno detto tutti i gruppi, ma nel momento in cui pianifico vuol dire che è stata condivisa una metrica. Ma se esiste una metrica condivisa deve esistere per tutti gli attori in gioco (istituti finanziari, società, consulenti, private equity, ecc.). La razionalità della metrica porta ad usare un linguaggio comune che riduce il gap di dialogo, l'asimmetria informativa tra il sistema finanziario, il mondo del private equity ed il mondo delle imprese. Altro punto comunemente individuato, è la constatazione che il gap di competenze è maggiore

sul lato imprenditoriale più che sul lato sistema finanziario. D'altro canto la critica al sistema finanziario è quella del non saper leggere i dati, non saper finanziare ed essere troppo attendista. A volte il sistema finanziario fa però scelte di necessità; vediamolo con il recente esempio dei tassi. Il tasso che la BCE pratica alle banche è dell'1%, mentre queste ultime finanziano le imprese con tassi molto più elevati. Il problema, in realtà, era mettere in sicurezza il sistema finanziario, iniettando capitali a tre anni alle banche ad un tasso basso affinché con la liquidità potessero sostituire il debito esistente a tasso più alto con uno a tasso inferiore. Senza questo intervento alcune banche di livello europeo sarebbero saltate aggravando ancora di più la crisi e non avremmo potuto oggi dire che le banche possono fare credito. Ribadisco un punto importante: la liquidità non è stata fornita al sistema creditizio ad un tasso agevolato per darli alle imprese, ma per restituire la raccolta, evitando i default e mettendo in sicurezza il sistema. Una volta che è

stato messo in sicurezza il sistema cioè ho restituito raccolta e ho abbassato il costo della raccolta stessa, ho ripristinato le condizioni per tornare al credito. Sotto questo profilo ho detto prima “Draghi per tutta la vita” o se preferite visto che la BCE è a Francoforte “Draghi uber alles”. Quindi dopo tre anni e tutti questi continui interventi qual’è la natura del problema? Lo abbiamo sentito da alcuni gruppi e la motivazione principale è la mancanza di una seria variazione regolamentare nell’ambito finanziario e nessun serio intervento sui meccanismi predittivi, sui modelli, sugli algoritmi di valutazione del rischio, rischio di insolvenza delle imprese o rischio di andamento dei mercati finanziari. Le autorità avevano due modi di intervenire per “salvare” non la singola banca ma il sistema: delle regole più stringenti o degli algoritmi, dei modelli di misurazione del rischio più puntuali, più prudenti. Non essere ancora intervenuti lascia aperto il problema che è la precondizione per uscire dalla crisi. Per mettere in sicurezza il sistema del mercato finanziario prima dobbiamo mettere in sicurezza il sistema del debito pubblico dei vari paesi. Questo perché larga parte degli attivi del sistema finanziario sono fatti con titoli del debito pubblico sovrano e non posso risolvere le regole della finanza finché si tiene in pancia qualcosa ad elevata rischiosità: devo quindi necessariamente partire bonificando il debito pubblico dei vari stati sovrani ed una volta completata l’operazione ottengo un attivo meno a rischio delle banche che, nel frattempo, sono state calmierate nel costo del denaro per le scadenze più prossime

e quindi possono riprendere a dare credito. Erogare credito significa sostenere gli investimenti e questo punto è stato messo in evidenza anche da uno dei gruppi precedentemente ascoltati. Sostenere gli investimenti significa più PIL, più PIL significa più base imponibile, più base imponibile implica più imposte, cioè più entrate per lo stato a parità, o addirittura in diminuzione per l’effetto dell’IRAP a certe condizioni, dell’incidenza marginale delle imposte per singola impresa. Fino a che non si genera questo meccanismo virtuoso l’unico altro modo per intervenire sul debito pubblico è agire sulla pressione fiscale tout court, ovvero a parità di PIL incrementando le entrate aumentando il carico tributario marginale sul singolo contribuente e sulla singola impresa. Purtroppo è una necessità farlo perché veniamo da tre anni in cui non è stata affrontata la situazione di petto aggiungendo che nell’Europa occidentale l’incapacità di prendere decisioni immediate è legata anche alle elezioni politiche nei principali paesi europei da qui ad un anno, rendendo attendista il sistema finanziario che non rimette in circolo i capitali. E’ questo il punto focale, non tanto l’economia sottostante dell’Europa occidentale sebbene sia un’economia satura che deve ragionare su tassi di crescita e tassi di sviluppo diversi da quelli a cui eravamo abituati anche solo sul finire del secolo scorso. Affrontata la visione sistemica sviluppiamo il ragionamento sul perché della crisi perdurante. La crisi che c’è oggi è, a livello europeo e mondiale, molto più grave di quella di inizio anni ’90 ma non per l’Italia, dove la crisi del ’92 era mol-

to più grave rispetto al resto dell'Unione Europea. Il risultato pratico è il tasso di ingresso in sofferenza, quello per cui si invoca la moratoria che sospende le scadenze, quindi congela gli ingressi in sofferenza portando le banche ad accantonare di meno, potendo quindi esibire bilanci migliori.

In questo momento abbiamo lo stesso livello di ingresso in sofferenza delle imprese del '92 quando è scattata la svalutazione della lira da un giorno all'altro, 30% in meno sul marco, 38% sullo yen ! Qualcuno ha detto: "conviene uscire dall'Euro !"

Guardate che se usciamo dall'Euro i prossimi 2 anni saranno simili a quelli dal '92 al '94, cioè un numero enorme di imprese chiuderanno; questo perché le imprese italiane sono micro imprese, il 95% delle imprese italiane ha meno di 2 milioni di fatturato, il 98% delle imprese italiane ha meno di 10 milioni di fatturato, di queste non esporta quasi nessuna e quelle con fatturato inferiore ai 2 milioni, impiegano il 47% dell'occupazione. E' vero che se esco dall'Euro e svaluto il cambio, le aziende che fanno esportazione andranno molto meglio, ma metà Italia collasserà, con delle aree che andranno bene e delle aziende che cesseranno in modo repentino.

Altro esempio di svalutazione incoerente è quello dell'Argentina, uscita dopo il crack dalla parità con il dollaro nel 2001 e che tra un poco sarà punto e a capo. Le grandi svalutazioni, i grandi shocks servono se si è in grado di cambiare la struttura del costo. La ristrutturazione di un'azienda la faccio se sono in grado di cambiare la struttura dei costi di quell'azienda; è inutile fare aumenti di

capitale senza aver fatto interventi di risanamento

Basilea 3: è interessante un concetto di fondo attraverso il quale il trattato imporrà alle banche un maggior rafforzamento del patrimonio di vigilanza che presuppone due aspetti importanti. O faccio degli aumenti di capitale ma per attuarli devo avere un sistema finanziario rasserenato altrimenti nessuno mi compra i titoli delle banche finché crollano (ieri le banche portoghesi hanno perso il 20% circa medio a testa) o se non faccio aumenti di capitale devo ridurre gli attivi perché Basilea 2 richiede aziende più patrimonializzate. Meno attivo vuol dire che a parità di attivo alzo il capitale e se non riesco ad alzare il capitale devo ridurre l'attivo e nelle banche anglosassoni tanto sovraesposte nella finanza riducono la finanza speculativa, quella carta contro carta, ma nelle banche italiane e quelle dell'Europa continentale tanto sovraesposte nel credito ridurre gli attivi significa ridurre i crediti e di fatto abbiamo uno scenario nei prossimi anni di maggiore selezione al credito. Maggiore selezione al credito significa che nei prossimi tre anni devo essere ancora più bravo e più veloce a dotarmi degli strumenti di pianificazione che mi consentono di comunicare meglio per avere accesso al credito e poter reagire a queste tensioni. E la situazione è ancora più grave di quanto non sia stata evidenziata negli elaborati di oggi.

Come finanziare i momenti di discontinuità partendo dalle serie storiche del costo del denaro e dell'accesso al credito? Nel momento tipico della crisi, ottobre 2009, si nota il picco del costo

del denaro. Ma oggi siamo in crisi molto meno rispetto ad allora anche se stiamo pagando l'impatto sull'economia reale, sulla contrazione del mercato del lavoro e sulla riduzione della spesa. Non dobbiamo aver paura del tuono ma del fulmine, riportandoci al paragone fatto all'inizio: è adesso che dobbiamo intervenire sui meccanismi di sistema altrimenti l'onda lunga continuerà ulteriormente. In Italia abbiamo una norma che dice che gli interessi passivi non sono deducibili se superano il 30% del reddito operativo lordo. Banca d'Italia nel suo rapporto sulla sostenibilità finanziaria riporta che nell'anno prossimo circa il 38% di imprese italiane avrà il 50% di oneri finanziari sul MOL. C'è qualcosa da correggere perchè le aziende pagheranno l'indeducibilità, in un momento di crisi, aumentando l'insostenibilità del debito ed acuendo ulteriormente la crisi. Togliendo o sospendendo questa norma di indeducibilità si sarebbe consentito un risparmio per le aziende di 275 euro ogni 1000 euro di interessi in più rispetto al 30% sugli interessi sugli oneri finanziari.

Cosa si può fare per la finanziabilità in termini reali? Come già emerso dagli spunti del workshop una buona via per i finanziamenti a **breve termine** è ricorre al factoring, dove possibile, liberando così i bilanci, riducendo il capitale circolante. Altri strumenti di garanzia, come i Cofidi, fondi regionali, ecc... che consentono di ridurre l'assorbimento del patrimonio di vigilanza per la banca finanziatrice possono essere utili, oppure gli strumenti di settore tra cui la cartolarizzazione.

Per accedere a strumenti a medio termine per gli investimenti (e qui non stiamo parlando del mattone, che è da dimenticare almeno finchè non ripartirà il ciclo espansivo) devo essere in grado di proporre un piano industriale credibile alle banche e soprattutto l'azienda deve avere le competenze per negoziare sugli indici di bilancio e costruire un contratto di finanziamento, non necessariamente standard, che evidenzi che, con il rispetto degli indici individuati, l'operazione è profittevole, implementando in primis un controllo di gestione ed attuando delle scelte gestionali finalizzate al rispetto del piano stesso. C'è anche la strada di ricorrere ad operazioni di pegno su azioni, fornendo una garanzia diretta; è molto apprezzato dai finanziatori, perchè si possono mettere in vendita le azioni senza ritrovarsi impatti sulle svalutazioni legate all'avviamento, agli ammortamenti, ecc.. e questo funziona se l'azienda è vendibile e se sono a valore corretto. Altro canale sono i finanziamenti dedicati, già toccati precedentemente, nel quale si innesta una proposta di legge fatta dall'osservatorio. In fine possiamo individuare le operazioni di co-partnership, come il private equity, mezzanini, prestiti partecipativi per le aziende più piccole (strumento desueto ma da rilanciare). Tutti questi strumenti servono a ricapitalizzare l'impresa ripagando con gli utili nel tempo e sgravando il socio azionista/famiglia di un esborso immediato.

Vademecum: cosa fare come azienda?

Partiamo dai tempi medi di pagamento

evidenziando che mentre la comunità europea nel biennio 2009-2010, nel pieno della crisi, ha migliorato sia i tempi tra privato ed imprese, tra imprese ed imprese e tra imprese e pubblica amministrazione, l'Italia ha perso 58 giorni tra imprese e pubblica amministrazione ed 8 tra imprese. Il dato più preoccupante è però il pagamento tra imprese (B2B) in Italia: 96gg contro i 55gg della UE. Questi 40gg di capitale circolante in meno significano poco meno della metà dell'indebitamento dell'impresa o, alternativamente, la metà dei crediti reinvestibili più velocemente nel core business dell'azienda e quindi nel ROI. Il nostro sistema è poco competitivo anche perchè il sistema tra imprese paga lentamente: ricordare che quando si fa un business plan e si muove la forbice incassi/pagamenti è sempre meglio anticipare gli incassi che posticipare i pagamenti perchè si anticipa l'effetto del reinvestimento del margine.

E' su questo punto che si deve intervenire a livello sistemico. Se elimino questa rigidità mi troverò con un migliore accesso al credito (meno incagli), aumenterò anche la rotazione (meno insoluti) e avrò aziende che valgono di più perchè possono reinvestire. Di questa che dovrebbe essere una priorità della politica economica purtroppo si parla poco, anche su tavoli tecnici.

Altro punto è l'asimmetria informativa: non solo l'analisi è problematica ma le aziende forniscono i dati alle banche in ritardo, sommersi, manipolati o aggregati e quindi l'istituto di credito, in un momento di crisi come questo, non valuta più il bilancio (che andrebbe comunicato, in ordine di importanza

come flussi di cassa, patrimonializzazione, redditività). Quindi la banca non si fida più né del business plan e neanche tanto dei dati di bilancio, che immagina siano stati "adattati" proprio per la necessità di ottenere credito.

Oggi chi governa l'accesso al credito è la centrale rischi (che determina l'eccesso di shortism di cui abbiamo parlato in precedenza): in passato quando l'azienda andava in tensione finanziaria cosa faceva? pagava il fornitore ed andava in extra fido con la banca. Oggi andare in extra fido significa trovarsi la segnalazione in centrale rischi e se non rientro entro 90gg l'azienda viene considerata in default (tecnicamente past due payment, sconfinamento). Quindi se di questi tempi l'azienda va in crisi, siccome la centrale rischi deve essere immacolata, altrimenti mi levano tutti i fidi, cosa faccio? Allungo i tempi di pagamento, peggiorando proprio l'indicatore che invece è, sempre, da migliorare.

A tutto questo aggiungiamo un'aggravante: non tutti gli attori protagonisti hanno compreso la differenza tra rischio e danno. Il rating delle banche determina l'accesso al credito in funzione del rischio dell'impresa, e le garanzie fornite dell'imprenditore servono a ridurre il danno, non il rischio.

La riduzione del danno significa che la banca accantona di meno nel suo bilancio rispetto a quel rischio, quindi l'azienda darà garanzie solo se la banca gli ridurrà il pricing.

Quindi il vademecum operativo per una negoziazione bancaria, a fronte di una necessità di finanziamento ipotetica di

5M Euro, potrebbe prevedere i seguenti passi:

- Analisi del rischio attraverso la pianificazione operativa e flussi di cassa futuri nel tempo per identificare la capacità di rimborso.
- Richiesta alla banca il finanziamento (es. 4,5M Euro) che posso rimborsare nel medio periodo con i flussi di cassa che ho individuato e chiedendo a che tasso passivo. La banca potrebbe rispondere: te do 4M Euro al 7%.
- A questo punto faccio entrare in gioco le garanzie, ovvero posso chiedere all'istituto 5M Euro al 7% oppure 4M Euro, coperti da garanzie, al 3%.

Quindi che ruolo giocano le banche nel ciclo economico? Possono essere paragonate a dei trasformatori di scadenze. Quando fanno investimenti il cliente porta soldi pronti e riceve soldi a termine più interessi, mentre quando fanno credito forniscono soldi a pronti e ricevono soldi a termine più interessi. Questa affermazione implica un concetto molto forte: quando l'azienda va a credito la banca anticipa i flussi di cassa futuri dell'azienda, non fornisce soldi suoi, sempre se il piano industriale è affidabile e se ho calcolato correttamente il rischio attraverso il WACC. Se l'azienda si dota di una buona pianificazione, e chiede solo quello che è in grado di rimborsare, non avrà mai problemi di natura finanziaria, nel limite delle assunzioni del piano, ovviamente.

Ricordatevelo sempre: Leverage – Sostenibilità - Free Cash Flow – Valore.

Leverage: indebitamento. Il debito deve essere il massimo possibile per tenere

basso il WACC, ma se si alza troppo il debito, e la curva segue un andamento gaussiano, il debito diventa non sostenibile. Quindi qui c'è un meccanismo, un ingranaggio leverage che gira in un verso, cioè devo aumentarlo. C'è poi l'ingranaggio sostenibilità che gira a rovescio. Più sale il debito, meno è sostenibile il debito. Quindi io devo trovare l'equilibrio giusto tra il floor da mettere alla sostenibilità del debito ed il cap da mettere all'indebitamento. Se io ho un buon equilibrio tra debito e capitale ho free cash flow, quindi ho valore. Il che mi porta a dire, ultima mossa importante e concreta, quando mi finanzia? Tra due forme tecniche di finanziamento per il medesimo investimento io dovrò sempre scegliere quella con il minor assorbimento di flussi di cassa attualizzati nel tempo. Finanziarmi 3M Euro a tre anni al 3% o finanziarmi a dieci anni al 7%? Sempre la seconda, perché il valore attuale è più basso e genera nel tempo un minor assorbimento di flussi di cassa, una minor sottrazione di cash dal core business. Mosse concrete, reali. Sto cercando di declinare delle cose che o il sistema o il legislatore o le singole aziende possono mettere in atto. Quindi moratoria quando l'indebitamento è a breve. Anche Banca d'Italia fa un po' di maquillage sui dati cioè indica che le famiglie hanno oltre il settanta per cento del debito oltre i due anni, e meno del venti per cento ad un anno. E' ragionevole perché le famiglie sono tendenzialmente indebitate con i mutui casa. E le imprese? La tabella sul debito delle imprese non c'è nel rapporto di sostenibilità finanziaria di novembre di Banca d'Italia, ma c'è il totale economia

(famiglie più imprese). Per differenza vedo che il totale economia, le scadenze a un anno sono oltre il quaranta per cento, il che induce a pensare, che il totale del debito delle imprese a un anno è abbondantemente sopra il cinquantacinque per cento. Vuol dire che c'è il cinquanta per cento del debito in circolo soggetto a revoca. Questa è la rischioosità di sistema di cui vi dicevo all'inizio. E' vero che le imprese sono sottocapitalizzate, quello è un problema; ma il problema più grave è che le imprese sono sovraesposte nel breve termine. Perché se fossero sottocapitalizzate, ma nel medio, sarebbero meno sensibili ai tassi di interesse e meno sensibili alla revoca e quindi meno rischiose. Serve capacità di finanziare a medio termine, oltre che di Private Equity.

Il Testo Unico Bancario del '36, buttato in soffitta forse troppo presto, scopriamo che già concepiva le banche specializzate per il retail e per il medio termine.

Nei modelli distributivi Mc Kinsey non vi sono invece distinzioni sul grado di specializzazione....c'è di che meditare...

Cos'è la creazione di valore?

La formula dell' EVA, Economic Value Add ce lo racconta. L'utile operativo normalizzato netto dopo il pagamento delle imposte deve essere maggiore del costo medio ponderato del capitale applicato al capitale investito netto. Peccato che questo indicatore abbia due problemi. Il primo che confronta un dato contabile, il Nopat, con un dato finanziario, il WACC, due dati disomogenei. Il secondo, che il dato contabile è ma-

nipolabile. "Earnings is opinion, cash is fact", gli utili sono manipolabili, la cassa no. Se io creo valore quando ho una redditività dopo le imposte maggiore del costo medio ponderato sul capitale investito posso scomporre questa equazione, questa uguaglianza, e portarmela a tasso percentuale, e quindi la mia gestione sarà orientata per dare quella percentuale pari all'EVA. Ma l'EVA parla di Nopat, cioè parla di reddito, e il reddito è oggi, è manipolabile e a breve. Di qui lo "shortismo", la visione a domani: continuiamo a valutare con gli stessi paradigmi che avevamo prima del 2008. Sono quei paradigmi che ci hanno portato allo shortismo in Borsa, nella gestione delle quotate, nelle gestioni finanziarie, nella gestione dell'impresa, che hanno fatto perdere la capacità di visione a medio termine. Tanto è vero che dovremmo iniziare a parlare di EVA financial. Come posso correggere il meccanismo dell'EVA? Banalmente ridefinendo il cash flow before interests after taxes, con la stessa formula originale, solo che invece di usare il reddito operativo uso i flussi di cassa. I flussi di cassa sono meno manipolabili, e se li anticipo in un anno non ce li ho l'anno dopo e se li posticipo di un anno non ce li ho l'anno prima, quindi tendono a diluire il fattore tempo allungando l'orizzonte temporale del mio investimento. Allungare l'orizzonte temporale significa costringermi a pianificare nel medio termine. D'altronde l'azienda non può chiedere soldi a medio, né per Equity, né ai fondi di Private Equity, né alle banche se non mi doto di strumenti di pianificazione: ma per pianificare va allungato l'orizzonte temporale. Sotto-

capitalizzazione o aumenti di capitale? Per effetto del WACC non sono sempre convenienti. Se un'azienda aumenta il capitale proprio il WACC sale, perché il costo del capitale proprio è più alto del costo del capitale di debito, sempre, per default. Sempre, quindi, vuol dire che all'aumento di capitale aumenta il WACC, ma se aumenta il WACC diminuisce il valore. Quindi io farò un aumento di capitale solo quando i capitali immessi li posso reinvestire avendo un incremento di flussi di cassa più che proporzionale rispetto all'incremento del WACC, altrimenti se quei soldi li utilizzo per qualcosa che mi fornisce un incremento di flussi di cassa meno che proporzionale sto distruggendo valore. Poniamo ora l'attenzione sull'aspetto fiscale. Se un'azienda va male, prima di fare un aumento di capitale, deve affrontare un problema fiscale. L'aumento di capitale lo faccio se penso di risanare l'azienda, perché se invece sono intenzionato a cederla, le norme delle fusioni prevedono che le perdite fiscali pregresse si recuperino al netto degli aumenti di capitale fatti negli ultimi ventiquattro mesi. Quindi se l'azienda è in crisi, apporto un aumento di capitale e non ottengo le performance attese, l'azienda non è più nemmeno vendibile a qualcuno che volesse comprarsi le perdite fiscali.

Ancora, quando serve l'aumento di capitale? Solo quando la generazione dei flussi di cassa della mia azienda non è sufficiente a rendere sostenibile il debito. Sostenibile, quindi non troppo rischioso. Esistono, nonostante la crisi, aziende sane. Oggi in Borsa Italiana abbiamo presentato trenta aziende di

eccellenza, alcune del Triveneto, che conosce bene anche il CUOA. Trenta aziende d'eccellenza dai dieci ai duecento milioni di euro di fatturato all'interno di un progetto che si chiama Elite. Aziende che sono ben capitalizzate, che hanno un EBITDA medio attorno al diciotto per cento sul fatturato, di settori che vanno dalle telecomunicazioni al medicale, dal meccano-tessile all'arredo (settori anche old economy). L'Italia è fatta di tante imprese in misura molto più particolareggiata di quanto non emerga dalle statistiche. Esiste la crisi, esistono i settori in crisi, ma esistono anche le eccellenze. Quello che si deve fare, tutti, è difendere le eccellenze e lasciare andare chi non è in grado di reagire alla crisi.

Grazie a tutti.

Appendice

Pillola teorica

La leva fiscale si può utilizzare in due modi:

- **Sostengo gli investimenti, quindi sostengo il PIL, producendo un aumento della base imponibile e di conseguenza aumentando le entrate fiscali. Ma essendo aumentata la base imponibile l'incidenza percentuale marginale sul singolo contribuente non è aumentata.**
- **Aumento le imposte a parità di PIL; a parità di aumento di entrate per lo stato aumenta l'incidenza percentuale marginale sul singolo contribuente ed è quello che si sta facendo oggi.**

Dizionario

(fonte Wikipedia)

E.V.A. (Economic Value Added)

Si definisce Economic Value Added una metodologia per il calcolo del rendimento di un investimento. Lo scopo del modello è quello di compensare alcune lacune derivanti da determinati indicatori contabili, ad esempio il risultato economico d'esercizio, il Return on investment (ROI) o il Return on equity (ROE). Essi, infatti sono calcolati su dati storici senza una vera prospettiva reddituale futura, fortemente influenzati da regole giuridiche e fiscali ed infine derivanti da aspettative contrastanti relative ai destinatari dell'informazione (azionisti, creditori ecc.). Alla fine degli anni ottanta, la società di consulenza Stern & Stewart sviluppò il modello E.V.A.: essa intendeva colmare le suddette lacune considerando infatti non soltanto la remunerazione del capitale di debito ma anche di quello di rischio, mostrando l'effettiva capacità dell'azienda di produrre ricchezza, fornendo alla gestione dati significativi per la programmazione a medio lungo termine. Se $EVA > 0$ l'impresa sta creando ricchezza dopo aver remunerato i fornitori di capitale (creditori e soci), viceversa ($EVA < 0$) essa sta distruggendo ricchezza. Un'impresa con $EVA > 0$ ha la possibilità di

attrarre risorse addizionali al fine di incrementare la ricchezza creata (l'EVA rimane positivo fin quando il tasso di crescita del NOPAT è almeno pari a quello di crescita del CI). Risulta importante abbinare all'analisi dell'EVA quella del MVA (Market Value Added), che rappresenta il valore attuale degli EVA prospettici. Dal momento che EVA è collegato al MVA è opportuno implementare la logica proposta dalla misura di performance EVA ai livelli organizzativi più bassi. A tal proposito, Mocciaro Li Destri, Picone & Minà (2012) presentano e discutono una metodologia integrata EVA-PBC (process-based costing) allo scopo di collegare la strategia d'impresa alle misure di finanziarie di performance. Rispetto al Net Present Value, l'EVA permette a consuntivo di valutare un investimento nel singolo periodo, anno per anno, e di escludere attività/progetti/commesse che non danno valore aggiunto. L'NPV, in un orizzonte di 5 anni, ha tipicamente un andamento negativo i primi anni a causa degli investimenti dove è concentrata la maggiore quota di capitale investito. Ricalcolando l'NPV nei periodi intermedi, non evidenzia se il Cash Flow negativo nel periodo è dovuto esclusivamente all'impiego di capitale iniziale, o al fatto che l'investimento è in perdita e non sta creando valore. A vita intera si ipotizza che logica economica e logica finanziaria coincidano, ovvero che tutti i flussi di denaro in entrata e in uscita siano corrisposti da altrettanti ricavi e costi (e viceversa). Ciò equivale a ipotizzare che

alla fine dell'investimento il capitale circolante sia zero (reimpiego delle scorte residue, azzeramento di crediti e debiti verso fornitori), sia terminato l'ammortamento degli investimenti in capitale fisso, tutto il fatturato sia corrisposto da un effettivo pagamento da parte dei clienti. Fra entrate/uscite e ricavi/costi dovrebbe esserci solamente uno sfasamento temporale, che si conclude con la vita del progetto, per cui a vita intera $EVA = NPV$

WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Il costo medio ponderato del capitale (o anche WACC, acronimo dell'espressione inglese weighted average cost of capital) consiste nella media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito. Il WACC è il tasso minimo che un'azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per remunerare i creditori, gli azionisti e gli altri fornitori di capitale. Le aziende reperiscono capitale finanziario da diverse fonti: azioni ordinarie, azioni privilegiate, debiti ordinari, obbligazioni convertibili, obbligazioni exchangeable, warrants, opzioni, trattamento di fine rapporto, stock options, contributi pubblici, e così via. A titoli diversi corrispondono ritorni attesi differenti. Il WACC è calcolato tenendo conto del peso relativo di ciascuna componente della struttura del capitale. La determinazione del WACC per un'azienda con una complessa struttura del capitale è un esercizio laborioso. Al

fine di misurare il costo atteso di nuovo capitale, si dovrebbe utilizzare il valore di mercato delle sue componenti, piuttosto che il valore di libro (che può essere significativamente differente). In aggiunta, altre fonti di finanziamento più "esotiche", come le obbligazioni convertibili, quelle callable, le azioni privilegiate convertibili, ecc., devono essere incluse nella formula se di ammontare significativo - poiché il costo di questi strumenti di finanziamento è solitamente diverso da quello delle loro versioni plain vanilla, a causa delle loro caratteristiche supplementari. Tale metodo è costituito da un calcolo del costo del capitale di un'azienda in cui ogni categoria di capitale viene pesata proporzionalmente. Tutte le fonti di capitale - azioni ordinarie, azioni privilegiate, obbligazioni e ogni altro debito a lungo termine - sono incluse nella determinazione del WACC. Il costo medio ponderato del capitale è calcolato moltiplicando il costo di ogni componente del capitale per il proprio peso proporzionale e quindi sommando. In linea di principio, gli investimenti di un'azienda sono finanziati sia da debito, sia da capitale di rischio. Il WACC è la media del costo di queste fonti di finanziamento, ciascuna delle quali viene ponderata in base al rispettivo utilizzo nella situazione data. Essendo una media ponderata, sintetizza l'ammontare dei rendimenti (dividendi e interessi) che l'azienda deve pagare per ogni dollaro con cui si finanzia.

Il WACC di un'azienda ne rappresenta il

ritorno complessivo atteso e, in quanto tale, viene spesso utilizzato internamente dai dirigenti della stessa per determinare la fattibilità economica in relazione a opportunità di espansione e di fusione. È il tasso di attualizzazione da utilizzare opportunamente per i flussi di cassa che hanno un rischio simile a quello dell'impresa nel suo complesso. Gli economisti Merton Miller e Franco Modigliani hanno dimostrato nel Teorema di Modigliani-Miller che in assenza di tasse, costi di fallimento, asimmetrie informative, in un mercato efficiente, il valore di un'azienda non è affetto dalla modalità con cui la stessa si finanzia: un'azienda il cui capitale è interamente costituito da capitale di rischio ha il medesimo valore di una il cui capitale è interamente costituito da debito. Tuttavia, poiché in molti paesi è consentita la deducibilità fiscale degli oneri finanziari, si genera la possibilità di trarre vantaggio dal ricorso al debito. D'altra parte, esistono costi relativi al dissesto finanziario (ad esempio per il rischio di bancarotta) che creano una preferenza verso il ricorso al capitale di rischio. Perciò, dal punto di vista teorico, il livello ottimale del rapporto tra capitale di debito (D) e capitale di rischio (E) per un'azienda, sarà quello in cui i benefici dello scudo fiscale relativo all'indebitamento vengono superati dai costi legati al dissesto finanziario.

Quantitative Easing

Il termine anglosassone quantitative easing si traduce in italiano con alleg-

gerimento quantitativo o facilitazione quantitativa e designa una delle modalità con cui avviene la creazione di moneta da parte della banca centrale e la sua iniezione, con operazioni di mercato aperto, nel sistema finanziario ed economico. In caso di ricorso ad alleggerimento quantitativo la banca acquista, per una predeterminata e annunciata quantità di denaro, attività finanziarie dalle banche del sistema (azioni o titoli), con effetti positivi sulla struttura di bilancio di queste ultime. Convenzionalmente invece il controllo della base monetaria avviene con la vendita o acquisto di titoli governativi, in apposite aste. La Banca centrale può ricorrere al quantitative easing per il salvataggio di un istituto di credito, per eliminare dal mercato e dai bilanci delle banche titoli con elevati gradi di rischio o con bassa remunerazione, per fornire liquidità al sistema quando le banche non si prestano denaro e famiglie e imprese subiscono una stretta creditizia. È da dire che il sistema delle banche è un sottosistema economico, e fornire liquidità alle banche non significa fornirla al sistema economico (imprese, famiglie, ecc.) in quanto le banche potrebbero non utilizzare la liquidità ma depositarla presso la banca centrale stessa e avere un tasso di interesse molto poco remunerativo, ma privo di rischi. L'intervento della Banca centrale può essere diretto anche all'acquisto di titoli di stato con l'obiettivo di ridurre i costi di indebitamento dello stato. L'intervento sul mercato dei titoli dovrebbe provocare

un rialzo della domanda e quindi un incremento del prezzo, con conseguente riduzione del rendimento. Se il rendimento dei titoli pubblici è agganciato a quello dei tassi d'interesse bancari (come negli USA per i Treasury bond a lunga scadenza), provoca un abbassamento anche di questi ultimi. Questa politica monetaria molto pervasiva, e caratterizzata da possibili effetti collaterali (vedasi iperinflazione), è stata utilizzata dalla Bank of Japan (la banca centrale giapponese) per contrastare la deflazione che colpì il paese nipponico a cavallo tra gli anni Novanta e gli anni Duemila, ed ultimamente, a causa della crisi finanziaria e della successiva crisi economica mondiale, Federal Reserve, Bank of England e Banca Centrale Europea hanno utilizzato tale politica. In particolare sia la banca centrale britannica che la Riserva Federale statunitense iniziarono nel marzo 2009 le rispettive manovre di quantitative easing. La BCE invece, al fine di perseguire il suo obiettivo primario (stabilità dei prezzi e tasso di inflazione non superiore al 2%), inizialmente decise di non ricorrere a operazioni di quantitative easing, limitandosi ad acquisti minimi di attività finanziarie (soprattutto bond), sostenuti attraverso aste di liquidità e non attraverso l'emissione di nuova moneta. Tuttavia, dal dicembre 2011, anche la BCE ha iniziato a effettuare operazioni di rifinanziamento a lungo termine, cosiddette "LTRO".

8

executivebook
febbraio**2013**



www.executivelabs.org