

11 maggio 2020

Il Sole **24 ORE**

OSSIGENO ALLE IMPRESE: IL GRANDE BALZO DEI PRESTITI BANCARI IN EUROPA

di Marcello Minenna

A marzo 2020 lo shock derivante dal *lockdown* generalizzato ha portato ad un crollo verticale nei flussi di cassa aziendali in tutta Europa, in particolare in quei settori economici dei servizi *non-tradable* in cui è indispensabile un certo grado di vicinanza fisica tra lavoratori e clienti.

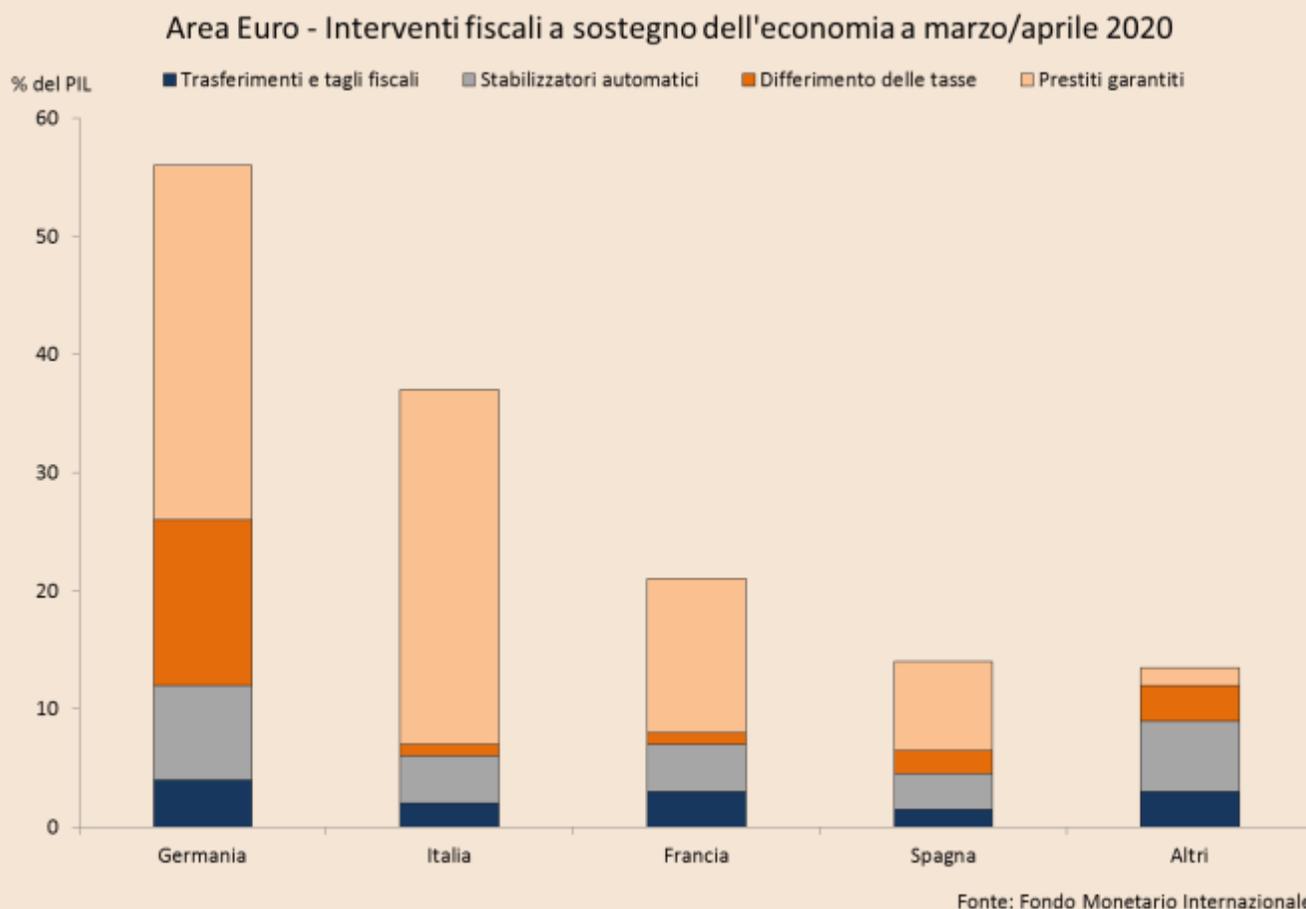
Non si è trattato di uno shock sulla liquidità nel senso tradizionale del termine, in cui l'impresa subisce un deterioramento nella distribuzione dei flussi di cassa entro un periodo determinato, ma di una perdita totale di fatturato dovuta all'arresto improvviso di ogni attività economica. Non c'è nessuna compromissione della redditività a lungo termine o un problema di solvibilità: è un problema di cassa immediato.

In un contesto del genere, è necessario garantire a tutti i costi la sopravvivenza "extra-corporea" delle attività economiche attraverso massicce iniezioni di liquidità. Fortunatamente i governi europei si sono mossi in maniera tempestiva già a metà marzo, anticipando la tempesta perfetta sul settore dei servizi.

Un primo set di misure ha previsto un trasferimento diretto delle perdite dal settore privato al bilancio del governo: trasferimenti diretti in contanti a famiglie e imprese, assistenza temporanea a fronte di licenziamento (incluso il programma SURE recentemente annunciato dalla Commissione Europea) e maggiori sussidi di disoccupazione. Altri interventi hanno fornito invece liquidità a condizioni agevolate per rimandare e spalmare lo shock su un lungo orizzonte temporale: prestiti temporanei mirati, esenzioni fiscali temporanee, sospensioni delle rate e proroga delle scadenze.

Le garanzie sui prestiti temporanei hanno svolto un ruolo di primo piano, perché hanno rappresentato un modo rapido per incentivare le banche a soddisfare le esigenze di liquidità affrontate dalle imprese durante la fase di *lockdown* più restrittiva. In Germania, Francia, Italia, Spagna e negli USA la garanzia ha coperto almeno l'80% del valore del prestito alle piccole e medie imprese (cfr. Figura 1).

Figura 1



È evidente che la forte riduzione delle perdite attese per le banche offre incentivi a concedere nuovi prestiti o rinnovare quelli esistenti nel momento in cui c'è una crescita incontrollata del rischio di credito. In aiuto è poi arrivata la Banca Centrale Europea (BCE) che ha garantito finanziamenti agevolati a breve termine alle banche per 300 miliardi al tasso molto favorevole dello -0,5%, incentivando prestiti-ponte alle imprese in difficoltà. Ma non sono mancati 140 miliardi a più lungo termine (3 anni) alle stesse condizioni molto vantaggiose.

L'intervento di emergenza di governi e banche centrali sembra avere funzionato: a marzo 2020 le banche europee hanno erogato la somma record di 124 miliardi di € alle imprese, un valore di circa 6 volte maggiore rispetto ai massimi registrati negli ultimi 20 anni (cfr. Figura 2).

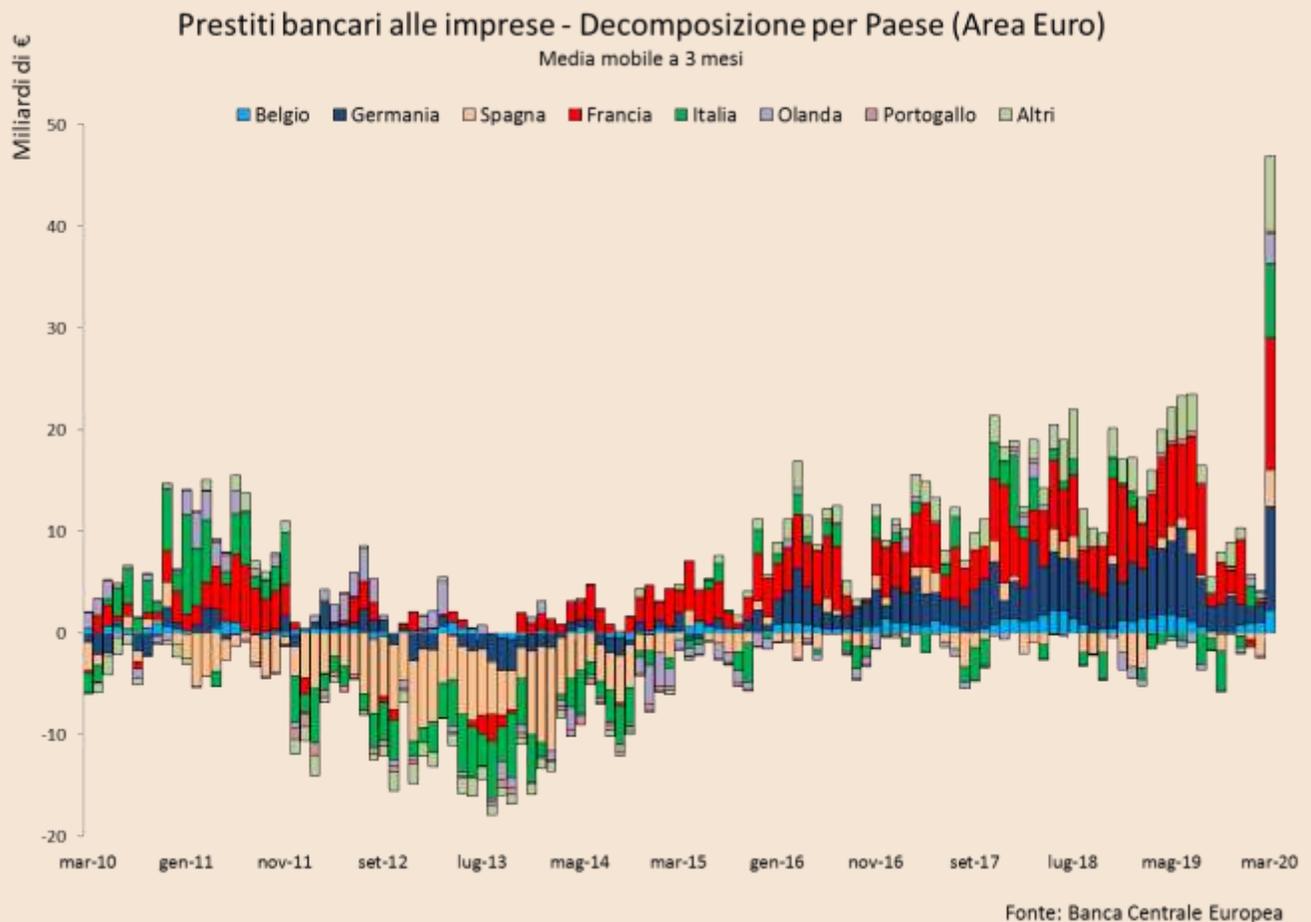
Figura 2



Fonte: Banca Centrale Europea

Un quarto dei prestiti sono andati alle *corporations* francesi (37,6 miliardi); Italia, Germania e Spagna seguono a distanza con 22, 17 e 16 miliardi rispettivamente. Una predominanza francese non era da considerarsi inaspettata vista la dimensione del settore (il più grande d'Europa in termini di capitalizzazione) e l'elevato impegno mostrato nel finanziare il settore privato non finanziario già prima della crisi. In ogni caso, tutte le grandi economie hanno visto i prestiti alle imprese crescere di 3-4 volte rispetto alla norma storica nel corso dell'ultimo mese (cfr. Figura 3).

Figura 3



L'analisi dei flussi storici di Figura 3 mostra come l'ultimo mese sia chiaramente fuori scala e come l'esposizione del sistema bancario francese verso il settore privato non finanziario nazionale fosse già forte negli ultimi 5 anni (barre rosse), a fronte di un sostanziale *deleveraging* dei settori corporate italiani e spagnoli (questo con indebitamento sempre in riduzione dal 2011, barre gialle). Le imprese tedesche (barre blu) che erano tornate ad indebitarsi dopo un periodo di forte prudenza, avevano già iniziato un periodo di contrazione del *funding* bancario ad inizio 2019.

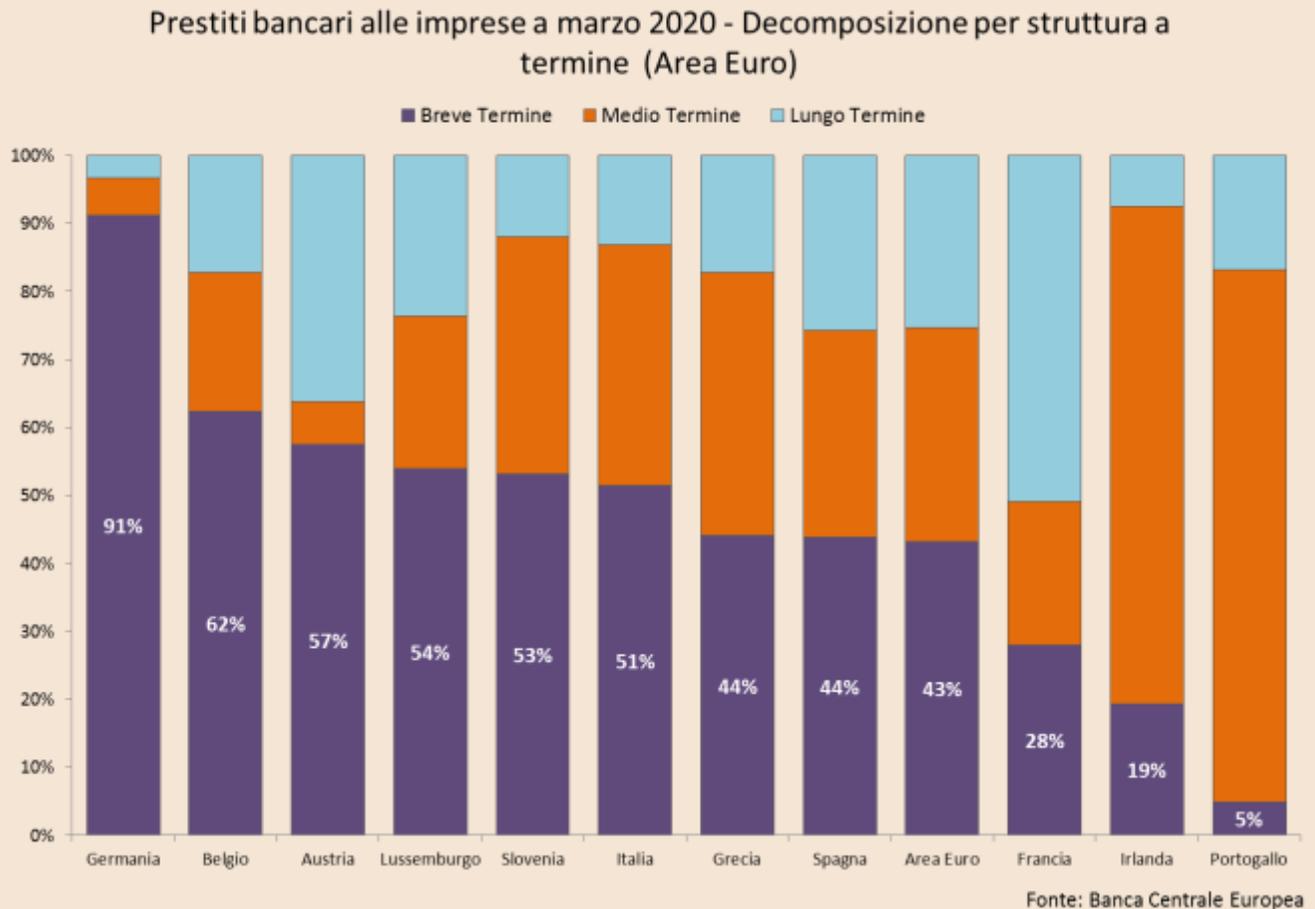
Di conseguenza, l'incremento dei prestiti in Italia e Germania a marzo 2020 è risultato in misura percentuale più imponente e più dipendente dal varo degli schemi di garanzia. Non a caso la survey della Banca Centrale Europea (BCE) sugli standard creditizi pubblicato qualche giorno fa mostra un irrigidimento dei

criteri di approvazione dei prestiti delle banche italiane e tedesche – successivamente compensato dalla presenza delle garanzie – a fronte di una sostanziale invarianza degli standard per il sistema bancario francese.

Un’analisi per scadenza del flusso di prestiti avvenuto a marzo consente di approfondire meglio questo fenomeno (cfr. Figura 4). Coerentemente con l’approccio più elastico tenuto dalle banche francesi verso le proprie imprese, i prestiti erogati sono stati in prevalenza a lungo termine (il 50% con scadenza maggiore di 5 anni) e solo per il 28% a meno di 12 mesi. Plausibilmente per assecondare questa espansione del credito a lungo termine è stata utile l’asta LTRO a 3 anni effettuata dalla BCE il 26 marzo scorso.

Al contrario, è impressionante notare come in Germania il 91% dei finanziamenti erogati sia stato a breve termine, probabilmente per garantire un *bridge-financing* minimale al settore manifatturiero in attesa del programma T-LTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operations*) della BCE, che dovrebbe offrire condizioni molto più convenienti per le banche. Si parla di almeno 50 punti base in meno per il “costo” del finanziamento (dato che in realtà il tasso di interesse è negativo, si tratta in realtà di un maggior profitto). In Italia e Spagna la situazione è intermedia, con i prestiti a breve termine che rappresentano all’incirca la metà del totale trasferito.

Figura 4



Nelle prossime settimane c'è da attendersi un ulteriore incremento delle cifre erogate, dato che la maggior parte degli schemi di garanzia governativa è entrata in vigore ad aprile 2020. Tuttavia l'impatto sul PIL di due mesi di *lockdown* duro ed almeno 3-4 mesi di forte distanziamento sociale sarà enorme: le ultime stime della Commissione Europea sono nell'ordine medio del -8, -10% per l'area Euro, con punte di -15% negli scenari peggiori. È improbabile che il flusso di prestiti, seppur imponente in prospettiva storica, possa essere sufficiente ad evitare un picco di default delle imprese, soprattutto nei settori *service based*.

Nel frattempo occorre pensare anche alla grande industria nazionale nei settori strategici che ovviamente non può essere abbandonata a se stessa. Per ottenere più risorse non basta rimettere in gioco il ruolo dello Stato come garante, ma va responsabilizzato il ruolo del risparmio privato. Coinvolgere dunque l'ampio

bacino di risparmio nazionale, che è rimasto (a ragione) congelato sui conti correnti e di deposito, in una mobilitazione per il supporto al sistema economico e produttivo. D'altronde la stessa Costituzione incoraggia nell'art.47 “*l'accesso del risparmio popolare [...] al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*”.

Ovviamente una soluzione finanziariamente moderna dovrebbe prevedere una partecipazione azionaria – anche con vincolo di portafoglio – dell'investitore retail al finanziamento dei settori economici strategici, che sia diversificata per rischio e rendimento atteso e che non preveda necessariamente la partecipazione alle decisioni aziendali tramite l'assemblea degli azionisti (come accade ad esempio con le c.d. “azioni privilegiate”).

Prevedendo una garanzia statale su parte della raccolta a fronte della rinuncia all'esercizio dei diritti di voto e un tetto al rendimento ottenibile, si potrebbe arrivare a mobilitare una decina di punti percentuali del risparmio privato (tra cui quello istituzionale), da impiegare in progetti industriali ed infrastrutturali strategici che si differenzino nettamente da un semplice impiego di risorse raccolte per la fiscalità generale che magari sarebbe più penalizzante (prestiti irredimibili a tassi molto bassi se non nulli), o addirittura invasivo (patrimoniali).

Si tratta di temi di cui, stante l'eccezionale recessione globale che solo ora sta prendendo veramente forma, bisognerà discutere con attenzione.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali