

I PRESTITI DI EMERGENZA ALLE IMPRESE HANNO EVITATO UN'ONDA GLOBALE DI FALLIMENTI: FINO A QUANDO?

MARCELLO MINENNA
Direttore Generale
dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli

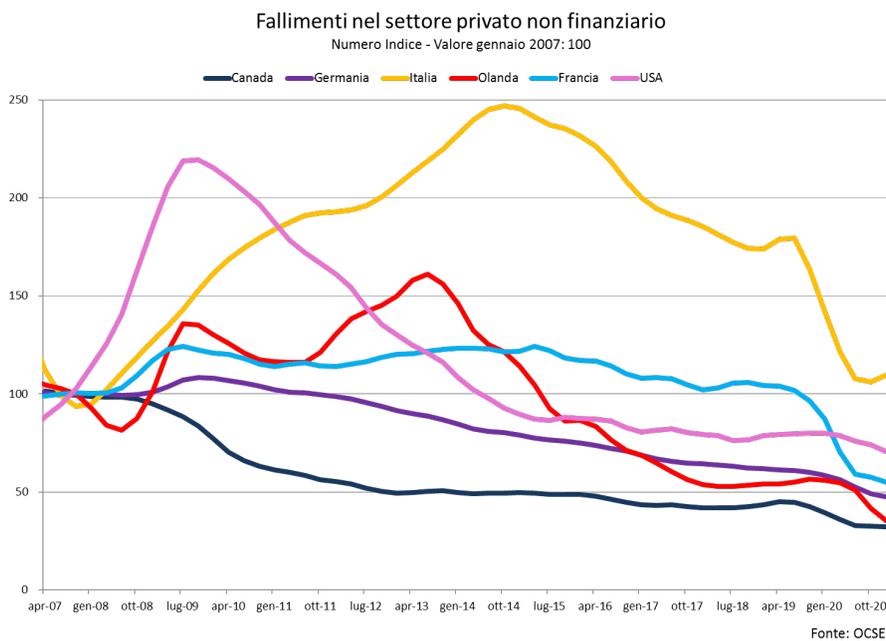
SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Il paradosso della crisi pandemica: fallimenti in discesa. – 3. La spiegazione: un'espansione del credito senza precedenti. – 4. La spada di Damocle del debito: fallimenti solo rimandati?

1. – Molte delle previsioni sull'andamento dell'economia globale durante la crisi pandemica si sono rivelate completamente errate. Ad aprile 2020, al *nadir* dello *shock* provocato dal *lockdown* simultaneo delle principali economie industrializzate, si riteneva che l'imponente caduta del PIL e la scarsità di liquidità avrebbero provocato uno *tsunami* di fallimenti nel settore privato. D'altronde era quello che era sempre successo in passato: di recente gli esempi erano stati la grande crisi finanziaria del 2009 e quella del debito dell'area Euro nel 2011-2012.

La caduta rapida della domanda in condizioni normali innesca una grave crisi di liquidità nel settore privato non finanziario. In breve tempo questa si trasforma in una crisi di solvibilità, soprattutto se le banche restringono l'accesso al credito perché sono anch'esse in difficoltà. All'onda di fallimenti segue poi un'impennata della disoccupazione, con ripercussioni negative a cascata su consumi, risparmi, produzione industriale. Successivamente le banche accumulano un'imponente quantità di crediti deteriorati (com'è accaduto in Italia dal 2011 in poi) che rendono difficile la ripartenza dell'attività di prestito all'economia reale.

2. – Ad aprile 2021 tuttavia bisogna riconoscere che a livello globale il tasso di fallimenti stavolta è rimasto basso; anzi si è addirittura ridotto nella maggioranza delle economie avanzate (cfr. Figura 1).

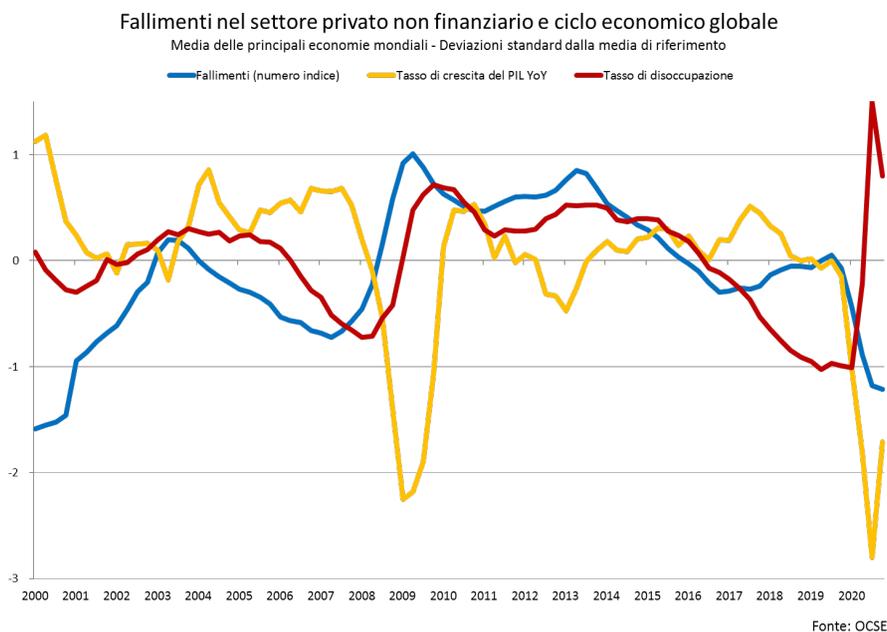
Figura 1



I dati mostrano chiaramente gli effetti delle crisi economiche recenti tramite un indice rappresentativo dei fallimenti d'impresa (*Bankruptcy Index - BI*) che è stato normalizzato in maniera tale da consentire una comparazione a livello internazionale. Per gli USA (linea viola) è evidente l'impatto della crisi *subprime* nel 2008-2009, mentre per l'Italia (linea gialla) è molto più incisivo l'effetto della crisi del debito sovrano del 2011, che ha provocato una stretta creditizia senza precedenti da parte delle banche esposte al deterioramento del merito di credito del governo italiano. In ogni caso, nel 2020 l'impatto dello *shock* pandemico è stato nullo o molto limitato per tutte le economie sotto osservazione.

Se compariamo l'andamento medio del PIL e del tasso di disoccupazione con l'indice BI per le principali economie mondiali, si nota bene l'anomalia del 2020 (cfr. Figura 2)

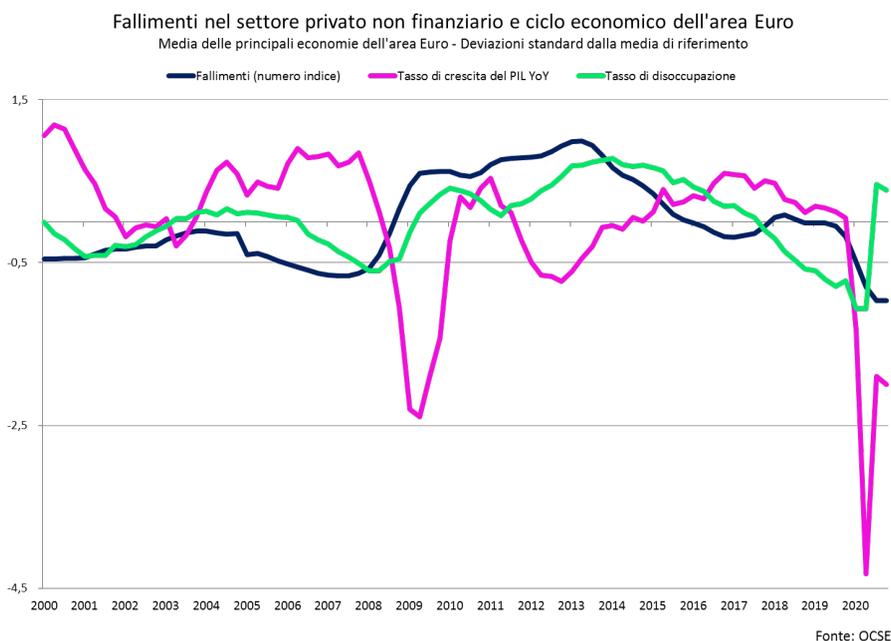
Figura 2



Come ricordato sopra, generalmente alla caduta del PIL durante le crisi (linea gialla) si associa una crescita del tasso di fallimenti d'impresa (linea blu) e poi, con un *lag* temporale di 1-2 trimestri, l'aumento del tasso di disoccupazione. Nel 2020 il PIL crolla a causa dei *lockdowns* e del temporaneo arresto del commercio internazionale, la disoccupazione mediamente cresce ma l'indice BI stavolta ha un andamento disaccoppiato e scende invece di salire. Gli economisti della *Bank for International Settlements* (BIS) in un loro recente *paper* definiscono la divergenza tra il tasso di fallimenti previsto dai modelli teorici e quello osservato come "*bankruptcy gap*".

È possibile ripetere l'analisi di Figura 2 per la sola area Euro (cfr. Figura 3). Si può osservare un andamento analogo delle variabili studiate, con una discesa più marcata del PIL durante i periodi di crisi. Nel 2020 il *bankruptcy gap* è anch'esso presente, anche se ad una maggiore caduta del PIL corrisponde un incremento più contenuto della disoccupazione per via degli schemi di blocco dei licenziamenti tutt'ora in vigore in diversi Paesi dell'area valutaria (Italia e Spagna *in primis*).

Figura 3



3. – Quali sono le cause di questa anomalia? Certamente l’impatto della pandemia è stato altamente asimmetrico rispetto alle crisi precedenti. Infatti sebbene lo *shock* abbia colpito in modo eccezionalmente duro il settore dei servizi (trasporti, turismo e cultura *in primis*), altri comparti produttivi come la manifattura o le costruzioni sono stati risparmiati dalla pandemia e dalle associate misure di contenimento. In generale, con le riaperture estive ci sono stati una forte ripresa delle attività ed un discreto recupero dei ricavi che hanno attenuato le esigenze di liquidità. Alcuni settori hanno sperimentato paradossalmente un *boom* per via del mutamento strutturale dei consumi indotto dalle misure restrittive. In particolare il settore immobiliare e quello dei beni durevoli associati all’abitazione (mobili, elettronica di consumo) hanno beneficiato del dirottamento di una consistente fetta del potere d’acquisto che prima era destinato alle spese per trasporti, turismo e consumi culturali.

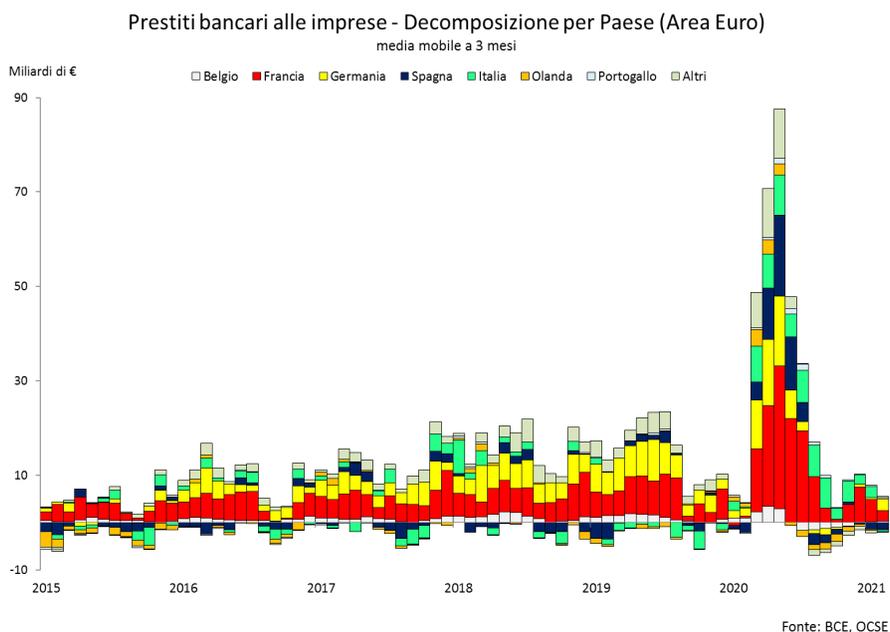
Un secondo fattore, probabilmente più importante, nel contenere i fallimenti è stata l’ampia offerta di credito alle imprese, facilitata da un’espansione monetaria e fiscale senza precedenti. Ciò è stato fondamentale nella prevenzione delle insolvenze, perché dopotutto le aziende falliscono quando non hanno sufficiente liquidità per operare. L’espansione del credito

registrata durante il 2020 è in netto contrasto con la crisi finanziaria del 2009, quando le condizioni di accesso ai prestiti furono eccezionalmente rigide.

La ricerca BIS mostra come nell'ultimo anno per oltre il 60% delle imprese i fondi ottenuti abbiano superato le perdite accumulate. L'estensione del credito è stata particolarmente generosa per le imprese in perdita nei settori più esposti allo *shock* pandemico (compagnie aeree, hotel, ristoranti e tempo libero, intrattenimento, tessile, abbigliamento e beni di lusso). Durante la crisi del 2009 invece il credito ottenuto dalle imprese è stato sempre insufficiente a coprire le perdite operative, contribuendo senz'altro al fallimento di molte di esse.

Per quanto riguarda l'area Euro, è possibile accedere a dati dettagliati sull'attività di prestito delle banche alle imprese. Effettivamente, da uno sguardo di insieme di lungo periodo, è possibile apprezzare la scala di grandezza dell'“onda di liquidità” che ha investito il settore privato non finanziario nel corso del 2020 (cfr. Figura 4) rispetto ai livelli di erogazione del credito in condizioni normali.

Figura 4

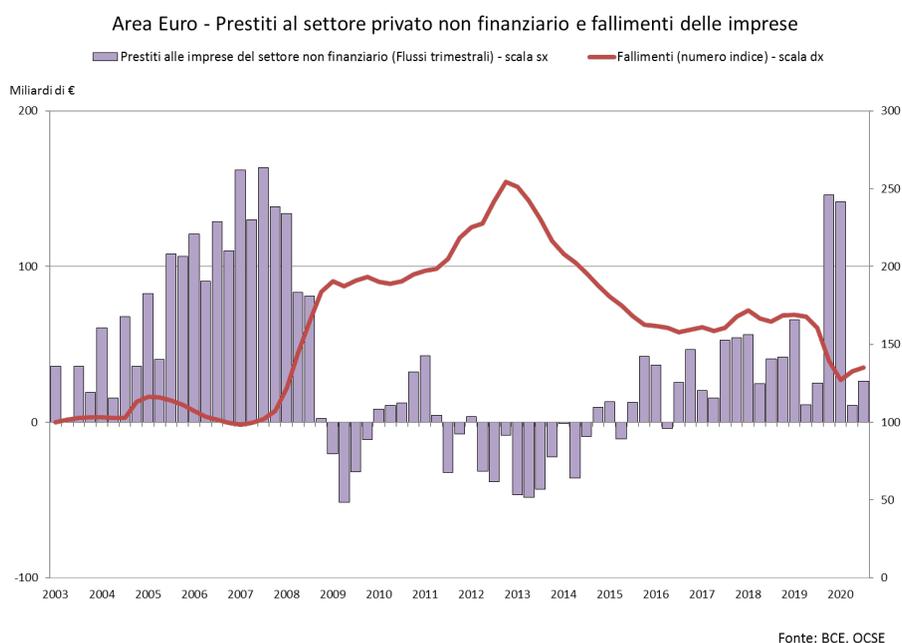


I dati evidenziano come l'espansione si sia concentrata soprattutto nel secondo trimestre 2020 quando il settore dei servizi di tutte le principali economie europee era *de facto* fermo. L'onda di prestiti si è poi gradualmente spenta durante l'estate. Un nuovo ciclo espansivo – piuttosto debole invero –

c'è stato a partire dall'autunno in concomitanza con la re-imposizione di alcune misure restrittive all'attività economica su scala più limitata.

La Figura 5 mette in relazione i flussi del credito alle imprese (barre viola) con l'indice di fallimento BI (linea rossa). La relazione inversa tra le due variabili è incontrovertibile: quando il credito è abbondante, il tasso di fallimenti è ai minimi, e viceversa. In particolare si può apprezzare come il periodo di *deleveraging* del sistema bancario europeo e di notevoli restrizioni al credito del 2012-2013 abbia provocato un'impennata senza precedenti dei fallimenti d'impresa. Il 2020 è atipico perché la crescita dei flussi di credito è improvvisa ed avviene in un periodo di recessione e non di espansione economica come sperimentato nei primi anni 2000.

Figura 5



4. – Sebbene l'aumento del credito abbia impedito l'insolvenza delle imprese a breve termine, ovviamente ha anche aumentato il loro indebitamento. Ad esempio, nei settori delle compagnie aeree, degli hotel, della ristorazione e del tempo libero, l'indebitamento nelle imprese in perdita è aumentato mediamente tra i 15 e i 20 punti percentuali. In futuro, l'andamento dei flussi di cassa sarà un fattore chiave per determinare se un debito più elevato renderà le imprese più vulnerabili all'insolvenza.

Secondo la BIS, in uno scenario ottimistico di esecuzione rapida delle campagne vaccinali, a livello globale i modelli di *business* della maggioranza

delle aziende nei settori più colpiti dovrebbero tornare profittevoli ed i flussi di cassa ripristinarsi a livelli inferiori ma paragonabili al periodo pre-Covid-19. Il maggiore livello di debito potrebbe comportare cambiamenti nella struttura proprietaria delle imprese con un maggior peso dei creditori rispetto agli azionisti.

Più preoccupante (e realistico) è lo scenario in cui gli utili saranno quelli attualmente previsti per il 2021. In questo caso, le imprese dei settori del trasporto aereo, del turismo e dell'abbigliamento registrerebbero un calo molto più pronunciato del rapporto profitti/debito. La debolezza protratta in questi settori potrebbe estendersi al settore immobiliare commerciale, più indebitato. È plausibile che le imprese maggiormente in perdita di questi settori rimarranno dipendenti da un flusso continuo di prestiti per poter sopravvivere (il c.d. rischio di "zombificazione").

Nella prospettiva di un'efficace gestione della ripresa economica, ci sono due punti fondamentali nell'agenda dei *policymakers*: da un lato garantire condizioni finanziarie accomodanti per un periodo protratto agevolando l'ulteriore espansione del credito. Dall'altro, consentire alle imprese dei settori più gravemente danneggiati di riallocare le proprie risorse verso le attività che hanno maggiori probabilità di prosperare nell'economia post-pandemia. Purtroppo non sarà né facile né indolore.