

7 dicembre 2020

Il Sole **24 ORE**

EMERGENZA COVID

SERVE UNA NUOVA ONDA DI AIUTI ALLE IMPRESE

di Marcello Minenna

Il mese di novembre 2020 si è chiuso con tutti gli indicatori anticipatori dello stato dell'attività economica nell'area Euro in nuova, netta flessione. Gli indici manifatturieri di Italia e Germania sono in forte calo, anche se si mantengono ancora in fase espansiva, e segnalano per il 4° trimestre dell'anno un PIL negativo nell'ordine del -2%, -3%. Insomma la recessione “*double-dip*” si sta già affacciando in Europa dopo un mese di dure restrizioni dovute al contenimento dell'epidemia. La crisi picchierà più duro sulla liquidità del settore dei servizi *non-tradable* in cui è indispensabile un certo grado di vicinanza fisica tra lavoratori e clienti, più che sulla manifattura che stavolta è stata risparmiata.

Lo *shock* da *lockdown* non è da intendersi nel senso tradizionale del termine, in cui l'impresa subisce un deterioramento nella distribuzione dei flussi di cassa entro un periodo determinato, ma come una perdita totale (o quasi) di fatturato dovuta all'arresto pianificato dell'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.

Durante la prima ondata pandemica, fortunatamente i governi europei si sono mossi in maniera tempestiva già a metà marzo, anticipando la tempesta perfetta sul settore dei servizi. Ora sarebbe necessaria la stessa lungimiranza ed un nuovo supporto al settore privato, anche se probabilmente di livello inferiore per via di un blocco delle attività meno severo e prolungato.

OSSIGENO ALLE IMPRESE: RADIOGRAFIA DELLA PRIMA ONDA DI PRESTITI

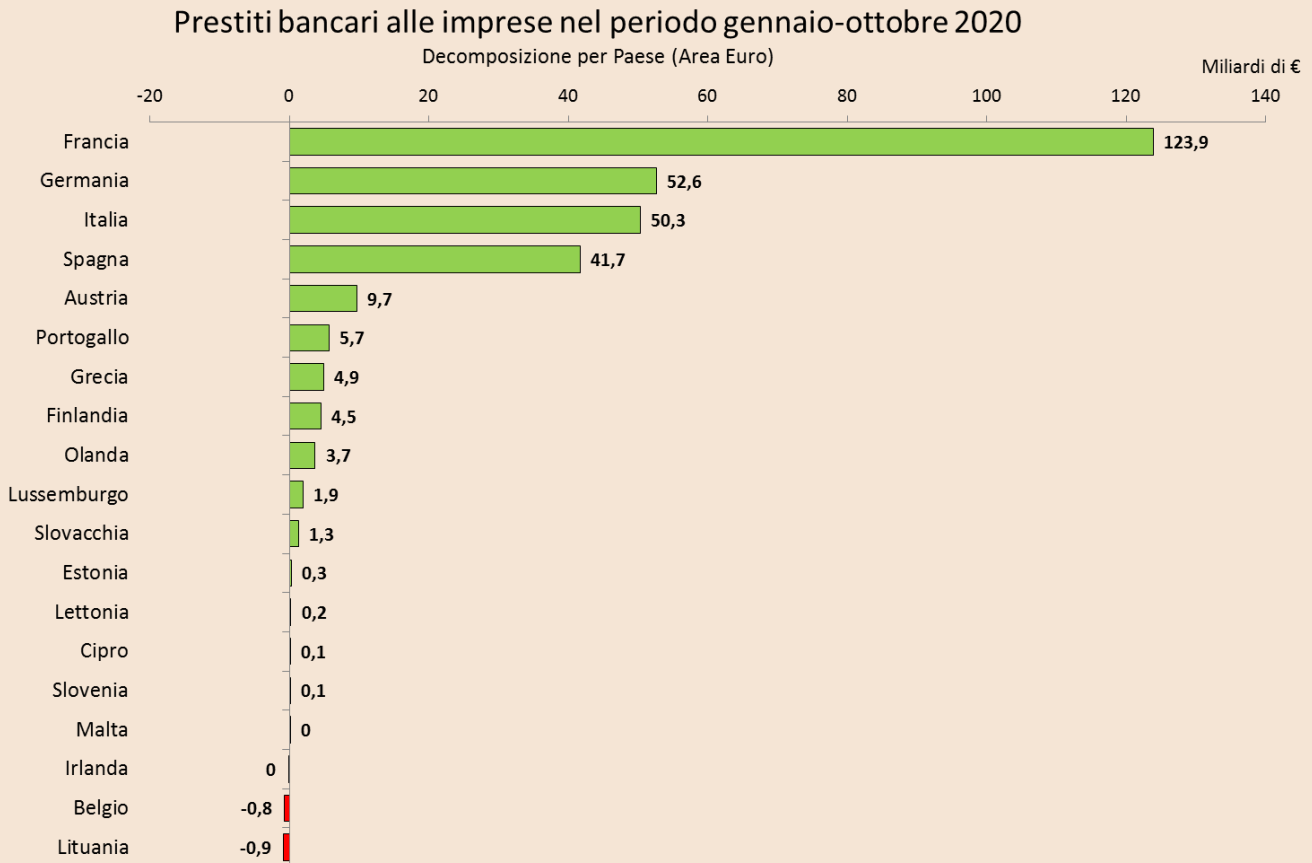
In primavera un primo *set* di misure ha previsto un trasferimento diretto delle perdite dal settore privato al bilancio del governo: trasferimenti diretti in contanti a famiglie e imprese, assistenza temporanea a fronte di licenziamento (incluso il programma SURE della Commissione Europea) e maggiori 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. Tra marzo e ottobre 2020, in Germania, Francia, Italia, Spagna e negli USA la garanzia ha coperto l'80% del valore del prestito alle piccole e medie imprese.

È evidente che la forte riduzione delle perdite attese per le banche ha offerto incentivi a concedere nuovi prestiti o rinnovare quelli esistenti, in un momento in cui c'è stata una crescita non misurabile del rischio di credito. In aiuto è poi arrivata la Banca Centrale Europea (BCE) che ha garantito da gennaio 2020 finanziamenti agevolati a breve termine alle banche a tassi inferiori allo -0,5%, incentivando prestiti-ponte alle imprese in difficoltà. Per avere un riferimento sull'entità del supporto al sistema bancario, lo *stock* di prestiti della banca centrale è cresciuto di 1.136 miliardi di € in 10 mesi.

L'intervento di emergenza di governi e banche centrali sembra avere funzionato: nel 2020 le banche europee hanno erogato la somma record di 298 miliardi di € alle imprese (cfr. Figura 1).

Figura 1

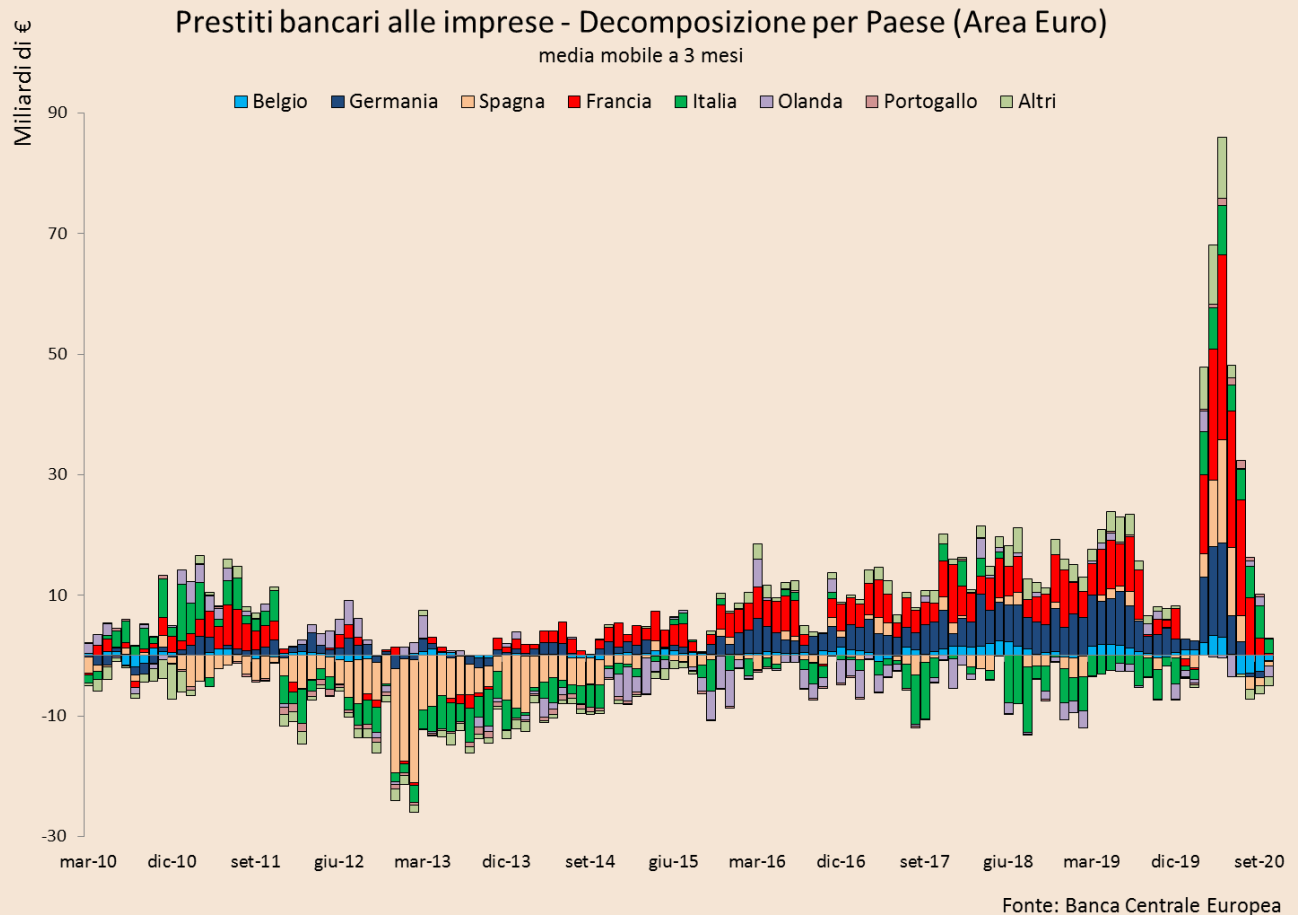


Fonte: Banca Centrale Europea

Ben il 41,4% dei prestiti totali erogati nel periodo in questione sono andati alle *corporations* francesi (123,9 miliardi di €); Germania, Italia e Spagna seguono a distanza con 52, 50 e 41,7 miliardi rispettivamente. Una certa predominanza francese era da attendersi vista la dimensionalità del settore bancario (il più grande d'Europa in termini di capitalizzazione) e l'elevato impegno mostrato nel finanziare il settore privato non finanziario già prima della pandemia, ma il dato è comunque sopra le aspettative.

In ogni caso, quasi tutte le grandi economie europee hanno visto i prestiti alle imprese crescere di 4-5 volte rispetto alla norma storica nel corso della primavera 2020 (cfr. Figura 2).

Figura 2



L'analisi dei flussi storici di Figura 2 mostra come il secondo trimestre 2020 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 (l'ultimo con indebitamento sempre in riduzione dal 2011, barre rosa). 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.

Nel terzo trimestre dell'anno, la buona ripresa economica ha ridotto la necessità di "tiraggio" delle imprese; l'onda di prestiti si è rapidamente attenuata, tornando per ottobre ai livelli pre-crisi di gennaio-febbraio, che peraltro erano segnaletici di un livello di erogazione basso. Le banche italiane sono rimaste più

attive nella prima parte dell'autunno nonostante gli importi medi dei nuovi prestiti sono tornati a contrarsi praticamente ovunque.

UN DEBITO PRIVATO CON SCADENZE PIÙ LUNGHE

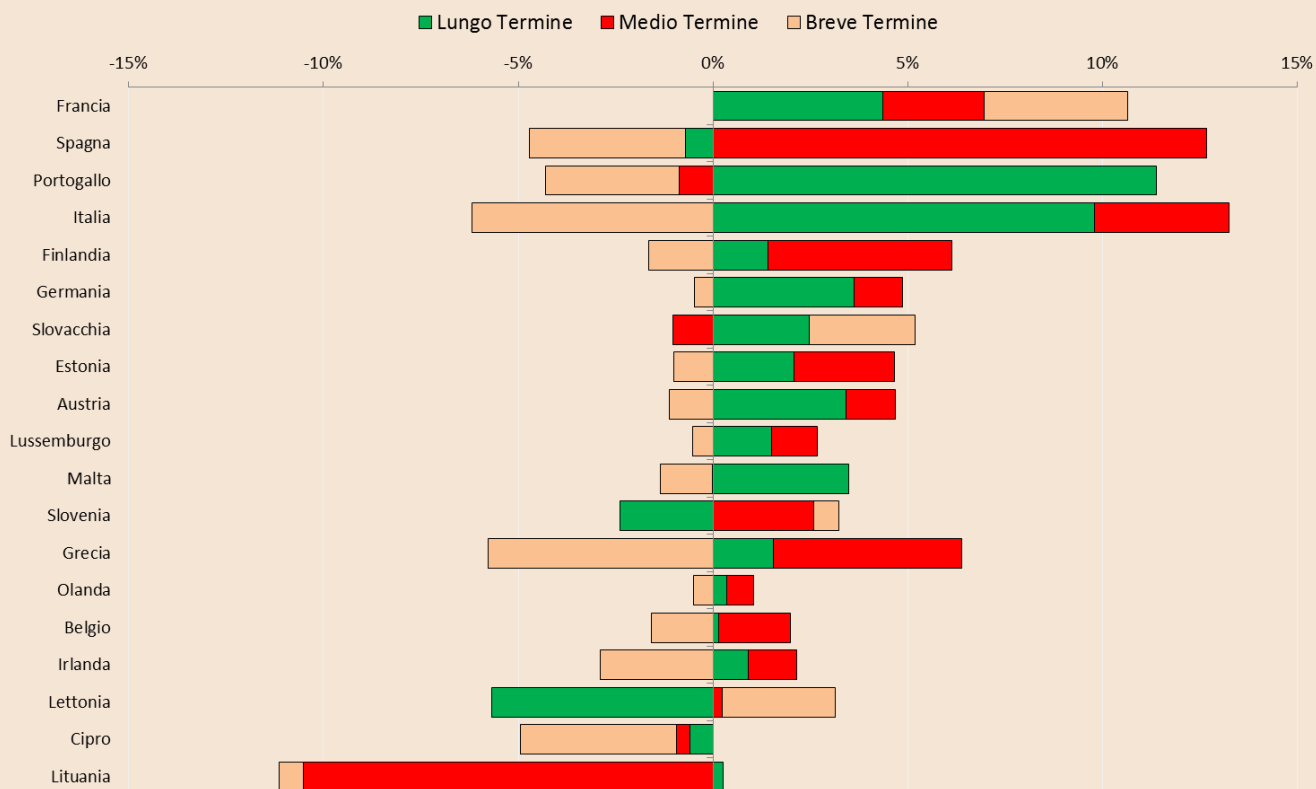
Dai dati emerge con chiarezza come le imprese europee abbiano approfittato dell'abbondante flusso di finanziamenti del 2° trimestre per allungare la *duration* degli *stock* di debito (soprattutto in Italia, Spagna, Portogallo). Questo *trend* dovrebbe favorire gli investimenti del settore privato che hanno tradizionalmente dei tempi di recupero dei costi di diversi anni.

Un'analisi per scadenza della variazione percentuale dei prestiti nel periodo gennaio-ottobre 2020 consente di approfondire meglio (cfr. Figura 3). Coerentemente con l'approccio più elastico tenuto dalle banche francesi verso le proprie imprese, l'aumento dei prestiti erogati (+10,65%) è distribuito proporzionalmente tra breve (meno di 12 mesi), medio e lungo termine (*maturity* maggiore di 5 anni).

Tuttavia nelle economie periferiche la crescita complessiva del credito è percentualmente più sostenuta e prevale nettamente l'indebitamento a lungo termine (barre verdi) a cui si associa una corrispondente riduzione dei prestiti a breve (barre rosa). Ne discende un aumento della *duration* media del debito del settore privato per tutta la periferia d'Europa. Il consolidamento del debito è evidente anche per le imprese tedesche, pur se proporzionalmente inferiore. Meno chiaro il *trend* per i Paesi *core* nord-europei dove l'espansione del credito è stata meno forte.

Figura 3

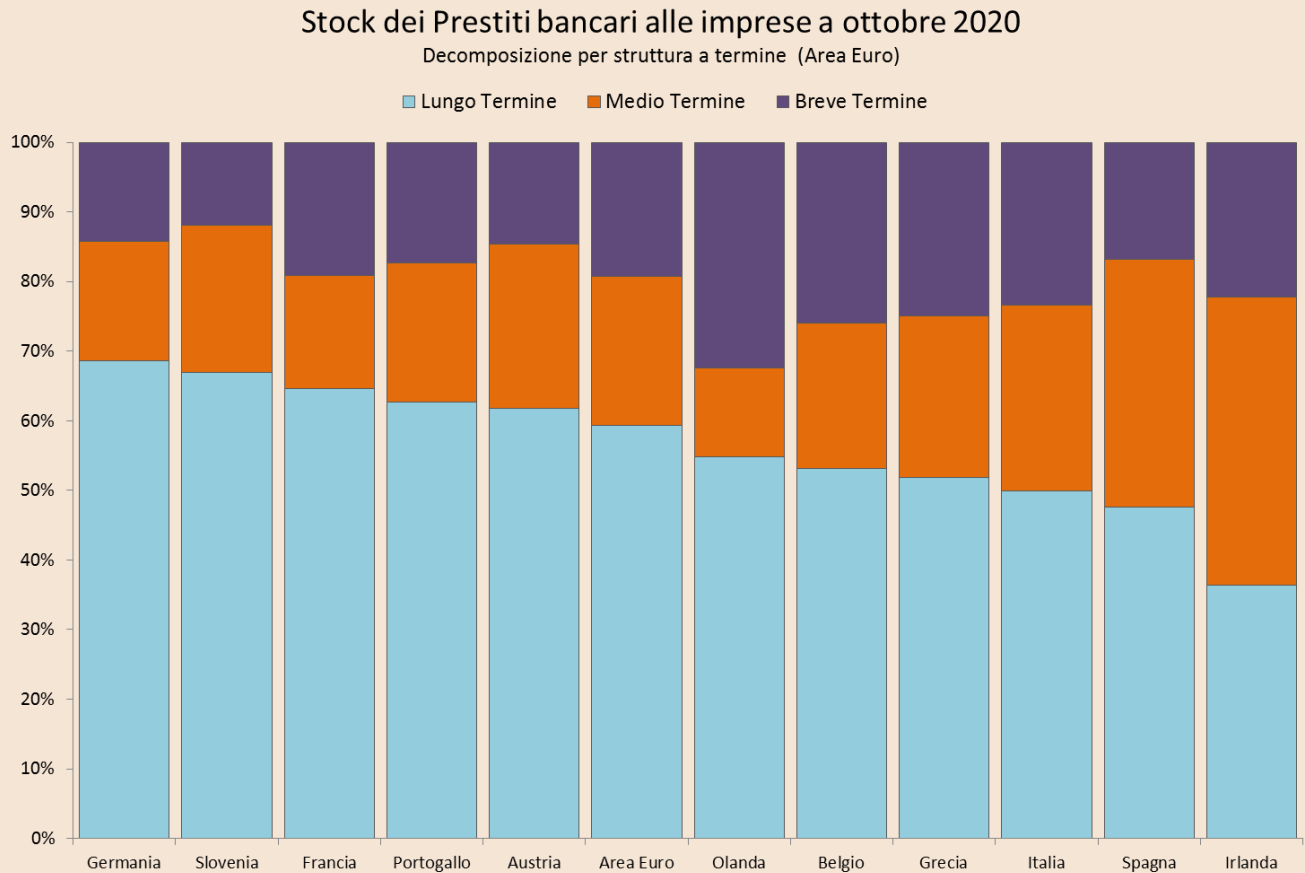
Variazione % dei prestiti bancari alle imprese nel periodo gennaio-ottobre 2020
Decomposizione per scadenza



Fonte: Banca Centrale Europea

Il quadro complessivo alla fine di questo ciclo espansivo del credito resta comunque molto influenzato dalle dinamiche pregresse (cfr. Figura 4). Nonostante l'allungamento della vita media dei prestiti, le imprese dei Paesi periferici mantengono uno *stock* di debito con *duration* inferiore alla media dell'area Euro e nettamente più bassa rispetto alle *corporations* delle economie dei Paesi *core*.

Figura 4



Fonte: Banca Centrale Europea

STIMOLARE IL CREDITO: LE MOSSE POSSIBILI DELLA BCE

Nonostante il vistoso flusso di liquidità le imprese dei Paesi periferici hanno dovuto affrontare la seconda ondata di restrizioni di novembre 2020 in condizioni di chiara difficoltà. Secondo le previsioni degli analisti, la BCE dovrebbe intervenire nel prossimo *meeting* del 10 dicembre con nuove misure di stimolo del credito.

Il programma T-LTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operations*) dovrebbe essere verosimilmente esteso, attraverso l'erogazione di ulteriori *tranches* di crediti agevolati rispetto alle due già previste per dicembre 2020 e marzo 2021. Inoltre il *board* BCE potrebbe prevedere un rilassamento delle condizioni di crescita del credito all'economia reale che le banche devono rispettare al fine di

beneficiare del tasso di interesse più vantaggioso (al momento pari al -1%), tenendo in considerazione la ridotta domanda di credito nelle economie più colpite dalla recessione. Insomma, i prestiti T-LTRO diventerebbero meno vincolanti per le banche e molto più simili ai PELTRO (*Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations*) che non hanno condizionalità ma godono di un tasso meno vantaggioso (-0,25%).

Basterà questo supporto a superare la fase peggiore del secondo *shock* recessivo? Speculando un po', la BCE potrebbe alzare il tiro, abbassando ulteriormente il tasso di interesse dei T-LTRO al disotto della soglia del -1%. Non esistono particolari vincoli, né normativi né economici che ostacolino il taglio del tasso e questa misura ha dimostrato nei fatti di essere molto efficace nel favorire l'erogazione del credito negli ultimi mesi di grande difficoltà. Come recentemente rimarcato dal Presidente della *Federal Reserve* Powell, in condizioni di emergenza è meglio uno stimolo eccessivo che uno non adeguato alle necessità dell'economia. Concordiamo.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali