

Contro la crisi, consolidarsi per rilanciare l'impresa

Per difendere le attività produttive occorre incentivare le imprese a detenere più **riserve liquide**, e a **rafforzare il patrimonio**. **Se si riesce** in questo intento, un maggior numero di imprese potrà prima **resistere agli sconvolgimenti in atto**, e poi **agganciare l'agognata ripresa**.

Puntualmente, è arrivata. La caduta del prodotto, la recessione, ha colpito tutti i paesi, Italia compresa. Da settembre 2008 in avanti, gli interventi delle banche centrali e i salvataggi governativi di alcune tra le maggiori banche statunitensi, britanniche e tedesche hanno evitato il collasso del sistema bancario internazionale. All'inizio del 2009, simultaneamente e globalmente, hanno ceduto tutte le componenti della domanda privata: consumi, investimenti, esportazioni. Nell'immediato, l'unico rimedio possibile è un vigoroso stimolo fiscale. Gli Stati Uniti hanno deciso interventi per quasi 800 miliardi di dollari, con un impatto complessivo sul disavanzo nel triennio 2009-2011 del 5 per cento del prodotto annuo. In Giappone gli interventi per il 2009-2010 sono commisurati al 2 per cento del PIL; al 3 per cento in Canada. In Europa, la Germania ha approvato azioni di stimolo per oltre 3 punti del PIL tra il 2009 e il 2010; la Spagna per poco meno di 2 punti in un solo anno; il Regno Unito per quasi 1,5 punti; la Francia per circa tre quarti di punto. In Italia, i programmi anti-crisi sono pari a circa mezzo punto percentuale del PIL, e si tratta in buona parte di rigiri di fondi. È risaputo che il debito pubblico non ci permette di largheggiare con spese addizionali. In altri paesi più piccoli la situazione è già critica. L'Irlanda e la Grecia sono alle prese con disavanzi commerciali enormi e crisi di banche troppo grandi per fallire, ma troppo grandi per essere salvate dai loro stessi governi. Senza aiuti dal resto

dell'Unione Europea, questi paesi dell'area Euro andranno in *default*, come la Russia nel '98 o l'Argentina nel 2001. I loro problemi sono anche i nostri, così come quelli di paesi come la Romania o la Bulgaria, dove hanno investito le banche e le imprese italiane, e che oggi soffrono la fuga dei capitali e la svalutazione delle loro giovani monete. Con il passare dei mesi, i *policy makers* sono diventati più consapevoli di quello che si può e si deve fare contro la crisi. L'eccesso di debito e le voragini aperte dalla finanza speculativa sono stati tamponati con debito pubblico e liquidità in eccesso, sanando squilibri con altri squilibri, ma già si comincia a pensare al percorso di riassetto e consolidamento che ci aspetta negli anni a venire. Abbiamo una situazione di finanza globale post-bellica senza aver avuto guerre globali (grazie al cielo). I singoli paesi, anche quelli più ricchi e potenti, si stanno convincendo che è suicida scaricare i problemi sui vicini con il protezionismo e gli aiuti pubblici indiscriminati. Per ricostruire le basi dello sviluppo e della convivenza pacifica serve un piano Marshall, una nuova Bretton Woods. Parlare di regole non è un discorso gratuito, perché ci sono dei guasti da riparare, delle perdite da sanare, dei debiti da rimettere, e qualcuno dovrà sopportarne il costo, e saranno i contribuenti e gli investitori che ne hanno i mezzi; le persone, non i Governi. Affermare questo, rifuggendo dalle tentazioni demagogiche, è un atto doveroso di speranza e di realismo.

La lotta contro la crisi è anche una battaglia culturale, contro l'ideologia del mercato visto come zona franca, libera da regole che non siano l'assenza di regole e da giudizi di valore che non siano la pulsione a trarne profitto, sempre e comunque. In Italia possiamo vantare osservatori che hanno saputo prevedere i guasti della finanza gonfiata, leggere con acutezza le dinamiche della crisi, e indicare la strada per uscirne. Alludo a politici come Giulio Tremonti, o economisti come Luigi Zingales, che hanno espresso un sentire diffuso nelle economie territoriali e nella società. L'ancoraggio ai valori tangibili, alla ricchezza prodotta dal fare e non dall'affare, ha contribuito a mantenere una finanza privata robusta. Come osservava il Governatore Draghi nel suo intervento al convegno Forex del 21 febbraio, il sistema Italia è solido grazie al minor indebitamento delle imprese e delle famiglie. Per le imprese, il rapporto fra debiti finanziari e prodotto è pari al 75 per cento; la media europea è più elevata di circa 12 punti. Il *leverage* delle imprese italiane è oggi di sette punti più basso che all'inizio degli anni Novanta, alla vigilia della precedente recessione; è maggiore rispetto ad allora il grado di copertura degli oneri finanziari con i margini operativi. Per le famiglie, i debiti finanziari, benché cresciuti rispetto al passato, sono il 49 per cento del reddito disponibile, contro oltre il 90 dell'area dell'Euro, il 150 circa del Regno Unito e degli Stati Uniti.

La situazione nel nostro paese è migliore, ma pur sempre in peggioramento. Dal primo manifestarsi della crisi, in Italia, la qualità del credito è peggiorata nelle regioni e nei settori più colpiti (ad esempio le costruzioni, l'auto, i beni strumentali e le filiere che producono per l'*export*). L'intermediazione creditizia si sviluppa in una cornice di incertezza sui principali fronti: (a) sul fronte dei *default* attesi, in crescita inesorabile verso un punto di massimo imprecisato; (b) sul fronte della raccolta diretta, che ha tenuto sui mercati locali, ma è più costosa e instabile sui mercati all'ingrosso; (c) sul fronte della politica monetaria, che ha garantito liquidità abbon-



dante, ma – si teme – non potrà continuare a garantirla; (d) sul fronte dell'adeguatezza patrimoniale, minacciata – in Italia – non tanto dalle perdite passate ancora latenti quanto dal potenziale peggioramento futuro della redditività.

Le politiche del credito sono diventate più selettive con riguardo alle regioni, ai settori e al *rating* delle imprese. Le banche, a cominciare dai gruppi maggiori, si preparano a fronteggiare la dilatazione dei fabbisogni di liquidità dei prenditori *large corporate* (pensiamo all'auto o alle *holding* finanziarie) e, per compensare, riducono le linee a maggior rischio di immobilizzo verso le Pmi. Questo induce a preferire le imprese meno dipendenti dal credito, da selezionare sulla base degli *score* di solvibilità basati sul bilancio, ma ancora di più sulla base del monitoraggio andamentale dei fidi utilizzati: al manifestarsi di tensioni e anomalie, scattano la revoca o la richiesta "bonaria" di rientro, con l'applicazione di *spread* extra-fido penalizzanti.

Le tensioni di liquidità si propagano verticalmente nel sistema risalendo la catena di fornitura. Quando il cliente finale o il leader della *supply chain* è insolvente, c'è poco da fare: i fornitori sopportano perdite irreversibili, che possono essere soltanto assorbite dal capitale, o compensate dai margini su altri mercati di sbocco. Se invece il pagamento è soltanto ritardato, ma per lungo tempo, le perdite non sono immediate, ma si accumulano: l'immobilizzo del capitale circolante prosciuga la liquidità, esaurisce i margini di fido, gonfia gli

oneri finanziari e frena lo sviluppo in nuovi spazi di *business*. È quello che succede nelle catene di fornitura verso la Pubblica Amministrazione, gravate da pagamenti arretrati per 50 miliardi di euro.

Insomma, due sentimenti contrastanti dominano la percezione della crisi in Italia: da un lato sollievo, per aver scansato lo *tsunami* della crisi finanziaria, dall'altro impaccio, nel rispondere alla recessione che ne è seguita. Siamo diversi dagli altri paesi *partner* del G-7: i bilanci delle banche e la ricchezza delle famiglie hanno subito pochi danni diretti, ma lo Stato non può spendere troppo per contrastare i danni indiretti. Non ci sono alternative: occorre cercare rimedi a basso consumo di risorse pubbliche. Le risorse, comunque, servono, vanno trovate e messe in movimento. Dove? Nel settore privato, che gode di uno stato di salute finanziaria che molti paesi ci invidiano. In Italia, gli attori pubblici e privati non hanno potere sugli *shock* esogeni innescati dalla crisi (come il calo della domanda estera e l'apprezzamento dell'Euro). Possiamo però fare qualcosa per neutralizzare la propagazione degli *shock*, e così difendere le attività produttive in grado di riorganizzarsi e ripartire. A questo scopo, occorre incentivare le imprese a detenere più riserve liquide, e a rafforzare il patrimonio. Se si riesce in questo intento, un maggior numero di imprese potrà prima resistere agli sconvolgimenti in atto, e poi agganciare l'agognata ripresa. ■

* Ordinario di Finanza aziendale, Università di Trento [nella foto]