



Meno credito e più sviluppo

Il vero contributo alla crescita economica che ci si dovrebbe aspettare dal sistema bancario

di Ignazio Rocco di Torrepadula e Matteo Radice.

Vi è in Italia una opinione diffusa che la carenza di credito sia oggi uno dei più gravi vincoli alla crescita economica del Paese. In certe sue varianti estreme, questa linea di pensiero arriva ad argomentare che l'attuale recessione e addirittura l'intera crisi finanziaria, siano dovute a una contrazione del credito.

La verità è all'opposto. La crisi che stiamo vivendo è nata globalmente dall'eccesso di credito, non dalla sua carenza. E l'Italia, all'interno della crisi globale, soffre di una sua specifica incapacità di generare sviluppo, che pre-esiste alla crisi di una ventina d'anni, e che è semmai aggravata, o quantomeno perpetuata, da un eccesso di dipendenza dal credito bancario.

Che la crisi globale sia nata da un eccesso di credito è cosa ormai ben nota, e dimostrata in tante di quelle sedi che è superfluo ribadirla in questo contesto – sia sufficiente citare un dato tra tantissimi, e cioè la crescita esplosiva del debito privato e pubblico.

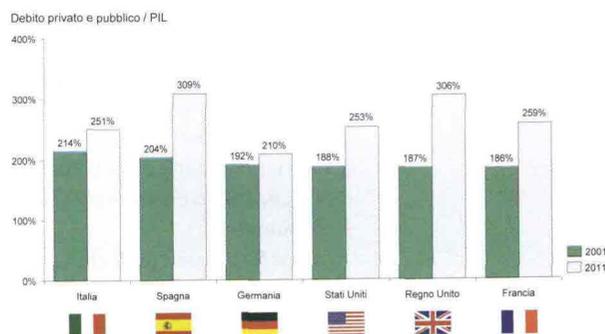
Che l'incapacità dell'Italia di generare sviluppo pre-esista alla crisi, è anche questo un fatto commentato e dibattuto più volte e confermato in modo inequivocabile da un semplice sguardo all'andamento del PIL, degli investimenti e della produttività totale, nelle ultime decadi.

Esiste ormai anche un discreto consenso circa le cause dell'incapacità di creare sviluppo, e – paradossalmente – perfino sui rimedi da applicare. Efficientamento e riduzione della spesa pubblica, snellimento delle procedure burocratiche e giudiziarie, abbattimento del cuneo fiscale e recupero di produttività

tramite investimenti mirati per ricerca e innovazione sono solo alcuni dei molti esempi. Tuttavia, poiché cause e rimedi implicano la necessità di un lavoro lungo e paziente, privo di un ritorno elettorale o "popolare" di breve termine, si preferisce spesso dimenticare l'analisi e identificare capri espiatori più semplici da raccontare.

Uno dei capri espiatori è l'assenza di credito. E, poiché si tratta di un capro espiatorio assai in voga, per dare sostanza al dibattito abbiamo provato a osservare come davvero incida il maggiore o minore uso di credito bancario sulla crescita delle imprese – che sono una delle cellule fondamentali della crescita economica. Contestualmente, abbiamo cercato di

Crescita del debito pubblico e privato nel decennio 2001-2011



Source: Thomson Reuters Datastream. BCG analysis

THE BOSTON CONSULTING GROUP



Ignazio Rocco di Torrepadula è Senior Partner e Managing Director BCG

Matteo Radice è Project Leader BCG.

capire cosa altro, oltre al credito, faciliterebbe la crescita delle imprese – tenendo conto delle diverse situazioni competitive.

Imprese in crescita e imprese stagnanti

Per osservare le relazioni tra l'utilizzazione del credito bancario e la crescita delle imprese, abbiamo utilizzato Leanus, una nuova e potente piattaforma informativa per l'analisi dei bilanci aziendali a fini creditizi ed economici. Leanus ha rielaborato i bilanci 2010-2012 di 820 imprese italiane non creditizie piccole e medie, con un fatturato 2012 compreso tra 100 milioni e 1 miliardo di euro.

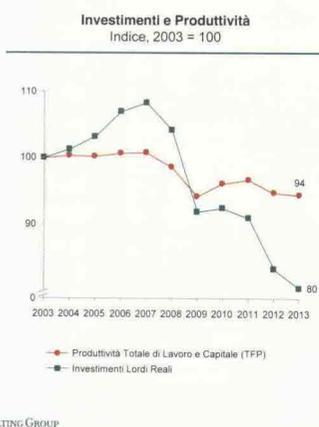
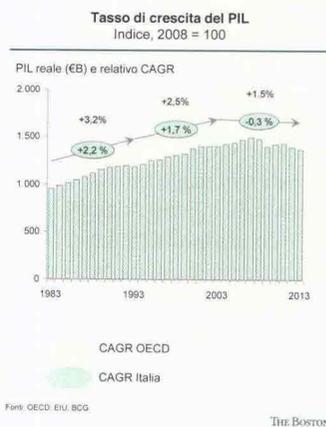
Le imprese sono state divise in quattro gruppi, sulla base dell'incrocio di due semplici variabili

- Il tasso di crescita: le imprese con una crescita dei ricavi superiore al 7% sono state divise da quelle con un tasso di crescita inferiore al 7%.
- L'affidabilità creditizia: i due gruppi di imprese (in crescita e stagnanti) sono stati ulteriormente suddivisi, sulla base del loro "Leanus score", un indicatore basato su crescita, redditività, solidità patrimoniale e liquidità, pertanto fortemente indicativo della Probabilità di Default (PD) di una azienda; in particolare, si sono divise le aziende con Leanus score superiore a 3, indicativo di una PD modesta e quindi di una affidabilità creditizia elevata, da quelle con Leanus score uguale o inferiore a 3, indicativo di una PD elevata e quindi di una affidabilità creditizia modesta.

Una prima analisi dei risultati di questa indagine può essere fatta osservando la matrice raffigurata qui sotto, dedicata alle sole aziende medio-grandi, quelle con fatturato compreso tra 100 milioni e 1 miliardo di euro.

Leggendo la matrice in verticale, e cioè separando la somma delle imprese in crescita dalla somma di quelle stagnanti, emerge una conferma della fortissima dualità della nostra economia. Nonostante la stagnazione economica, emerge chiaramente un gruppo di imprese in forte crescita (+21% all'anno durante la crisi); con una struttura di capitale circolante molto agile (crediti e giacenze incassati in 128 giorni), indicativa di una capacità di gestire in modo

Costante rallentamento economico, accentuatosi dal 2003



THE BOSTON CONSULTING GROUP

BANCA E IMPRESA



moderno la supply chain e l'ecosistema di fornitori e partner; con risultati economici interessanti sia in termini di ciclo del capitale circolante (circa 62 giorni) che di ritorno sugli investimenti (ROI + 12%); e infine con un peso significativo sul campione – trattandosi di 264 imprese che producono 81 miliardi di ricavi, quasi il 40% delle imprese in questa fascia dimensionale. Questo gruppo di imprese include i campioni dell'innovazione e dell'internazionalizzazione, quelle imprese che sin da prima della crisi e ancora più durante la crisi, hanno continuamente rivisto la propria gamma di prodotti e il proprio sistema operativo, hanno cercato la crescita nei mercati più dinamici e più giovani, hanno fatto tutti gli investimenti necessari a perseguire questi cambiamenti, non limitandosi a ridurre i costi e a tagliare i rami secchi. Siamo parlando di un segmento di imprese che, da solo, genera la quasi totalità dello sviluppo economico presente nel Paese.

Il confronto tra questo gruppo e quello delle imprese stagnanti è particolarmente sorprendente. Oltre a non produrre crescita, le imprese stagnanti nel loro insieme generano perdite sia in rapporto al capitale investito (molto più pesante di quello delle imprese in crescita – indicativo di una gestione industriale assai più tradizionale) che in rapporto ai mezzi propri. E si tratta di un gruppo di imprese – purtroppo – molto più grande delle imprese in crescita, sia per numero (circa 560) che per peso complessivo (più del 60% dei ricavi). E' naturale domandarsi quali siano tra questi gruppi di imprese i maggiori utilizzatori di credito. La risposta emerge abbastanza netta: il 70% del credito bancario e finanziario è utilizzato dalle imprese

stagnanti. Le imprese stagnanti sono anche meno capitalizzate e utilizzano quindi una leva più spinta (i debiti finanziari sono quasi la metà del patrimonio netto, rispetto al 38% delle imprese in crescita). In sostanza, a fronte di una allocazione ottimale del credito che vorrebbe in prima fila il finanziamento alla crescita e allo sviluppo, e il sostegno a tutti gli investimenti necessari a generare tale crescita, i dati suggeriscono piuttosto una utilizzazione del credito in larga misura destinata alla conservazione, alla parte dell'economia meno dinamica e meno sostenibile.

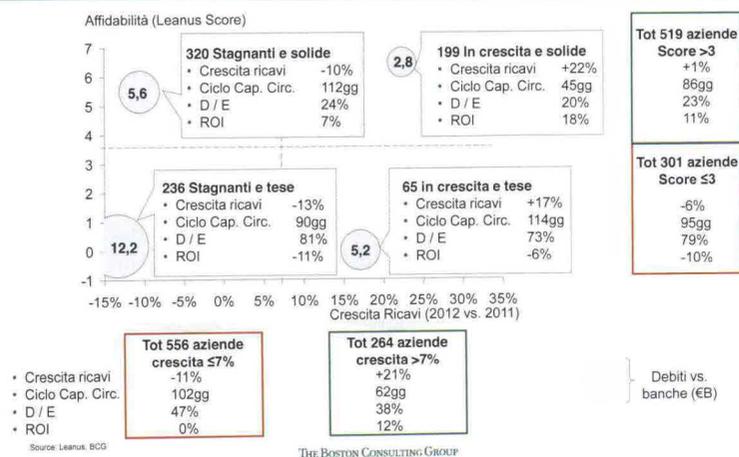
La riflessione diventa ancora più inquietante se ci soffermiamo ad osservare i dati sulla utilizzazione del credito da parte delle imprese "stagnanti e tese" (il quadrante di sudovest). Questo gruppo di imprese che, oltre non crescere, presentano i risultati economici e industriali più scadenti del campione – e soprattutto un Leanus score molto basso e una PD molto elevata – sono di gran lunga i maggiori utilizzatori di credito di questo campione. In particolare, le 236 aziende di questo quadrante, che rappresentano poco più del 20% dei ricavi del campione, assorbono da sole circa la metà delle risorse creditizie utilizzate dall'intero gruppo.

Più credito uguale meno sviluppo: ecco il paradosso che sembra emergere dalle osservazioni fatte fino a questo punto.

Abbiamo esteso l'applicazione della stessa metodologia, sempre con l'aiuto di Leanus, a un campione di imprese più piccole, in particolare le imprese lombarde con fatturato compreso tra 20 e 100 milioni. Anche in questa fascia dimensionale esistono delle eccellenze. Nelle aziende piccole, tuttavia, è maggiore l'incidenza delle aziende stagnanti (77% vs. 68% nelle medie) o poco affidabili (45% vs 37%). E, quando sono in difficoltà, le aziende piccole soffrono ancora più delle grandi: decrescono invece di rimanere stabili, hanno redditività negativa invece che semplicemente limitata, cicli di incasso molto più lunghi, un'affidabilità creditizia molto minore. Ancora più marcata e sorprendente, quindi, è l'attuale concentrazione del credito sulle aziende meno performanti. Le imprese "piccole" stagnanti assorbono quasi l'80% del credito (a fronte del 70% per il campione di aziende stagnanti medie), con debiti finanziari pari al 56% del loro patrimonio netto (47% nelle grandi). La concentrazione del credito è massima sulle piccole imprese "stagnanti e tese": a fronte del 32% del fatturato del campione, assorbono il 62% del credito complessivo.

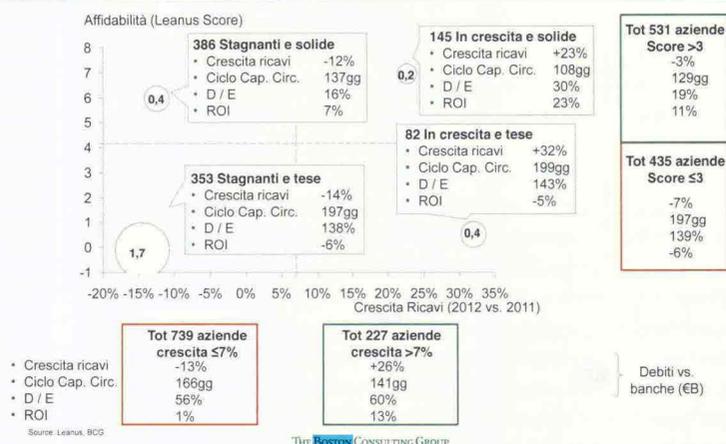
Differenti situazioni competitive tra le aziende medio grandi

Campione di 820 imprese con Fatturato 100 - 1.000 €M



Anche le aziende più piccole presentano situazioni competitive differenti

Campione di 966 imprese con Fatturato 20 - 100€M



Una risposta calibrata per lo sviluppo

Tutte le evidenze che abbiamo fin qui osservato confermano un punto: non è l'espansione del credito il motore dello sviluppo, meno che mai l'espansione del credito indifferenziata, o peggio, a sostegno di tutte le imprese in crisi.

In verità, i quattro gruppi di imprese esprimono bisogni diversi dal puro credito, e diversi tra loro, e la risposta a questi bisogni differenti sarebbe – essa sì – un contributo importante allo sviluppo.

Le imprese del quadrante di sudovest, quelle stagnanti e a bassa affidabilità, sono tendenzialmente imprese in crisi, le cui prospettive industriali sono incerte e le cui difficoltà economiche hanno già eroso l'equilibrio finanziario e patrimoniale, senza essere compensate da immissioni di nuovo capitale. Queste imprese avrebbero bisogno di ristrutturazione e cambiamenti drastici – nell'assetto produttivo, nella gamma prodotti, nell'organizzazione distributiva, in casi estremi nell'intero portafoglio strategico (per esempio ritirandosi da business insostenibili, e focalizzandosi su mercati o business più sani). La ristrutturazione e il rilancio avrebbero a loro volta bisogno, innanzitutto, di capitale di rischio – dagli azionisti esistenti, da investitori privati, e/o istituzionali, e/o specializzati. La ristrutturazione trarrebbe beneficio anche da un sistema di norme più moderno su fallimenti e crisi aziendali – che facilitasse transazioni risolutive e cooperative, contrariamente all'attuale ordinamento che incentiva cautela, temporeggiamento, e differimento delle soluzioni. Certamente, le ristrutturazioni aziendali richiedono anche un sup-

porto del sistema bancario – che però non dovrebbe consistere in una espansione indiscriminata del credito (che tanto danno ha causato in diversi dossier di ristrutturazione, perpetuando situazioni competitive insostenibili). Dovrebbe piuttosto trattarsi di una combinazione tra il supporto per operazioni straordinarie, il supporto per la ricerca di partner e investitori; il supporto per l'accesso a nuovi mercati dei capitali e per la strutturazione di operazioni di finanza a medio/lungo termine. Questo tipo di supporto dovrebbe fondarsi su una solida piattaforma di competenze ed esperienze specialistiche nelle operazioni di ristrutturazione.

Le imprese del quadrante di nordovest, quelle stagnanti ma finanziariamente ancora solide, sono tendenzialmente imprese che operano in mercati maturi, in certi casi già declinanti, dove lo sviluppo – se mai raggiungibile – viene esclusivamente dall'innovazione. Le imprese di questo quadrante non sono state ancora corrose dalla crisi: hanno mantenuto una redditività accettabile e un buon equilibrio finanziario. Queste imprese avrebbero bisogno di tornare a crescere, investendo in innovazione e nell'ingresso in nuovi mercati, magari sforbiciando le parti meno interessanti del business oggi in portafoglio. Questi investimenti richiedono anche un supporto creditizio; ma, anche in questo caso come nel precedente, non è una espansione creditizia indiscriminata a poter fare la differenza. Preesistente al credito dovrebbero esservi piani di sviluppo chiari e sostenibili, sostenuti da una dote adeguata di capitale di rischio. A valle, dovrebbero esservi forme di advisory finanziario rivolte a definire il pacchetto di supporto più

Alcuni dati di sintesi sui campioni analizzati

| | Numeroità campione (# aziende, % su totale) | Fatturato 2012 (€Mdi, % su totale) | Debiti finanziari (€Mdi, % su totale) | EBITDA Margin (%) | Crediti e giacenze (gg) |
|-------------------------------|---|------------------------------------|---------------------------------------|-------------------|-------------------------|
| Aziende "medio grandi" | 820 (100%) | 219,308 (100%) | 25,873 (100%) | 3,8% | 161 |
| In crescita e solide | 198 (24%) | 62,150 (28%) | 2,838 (11%) | 5,90% | 108 |
| In crescita e tese | 65 (8%) | 19,571 (9%) | 5,240 (20%) | 3,10% | 196 |
| Stagnanti e solide | 320 (39%) | 86,821 (40%) | 5,581 (22%) | 4,80% | 177 |
| Stagnanti e tese | 236 (29%) | 50,766 (23%) | 12,214 (47%) | 0,70% | 173 |
| Aziende "piccole" | 966 (100%) | 11,37 (100%) | 2,663 (100%) | 4,7% | 262 |
| In crescita e solide | 145 (15%) | 2,323 (20%) | 0,223 (8%) | 9,30% | 206 |
| In crescita e tese | 82 (8%) | 1,024 (9%) | 0,380 (14%) | 1,30% | 312 |
| Stagnanti e solide | 386 (40%) | 4,375 (38%) | 0,391 (15%) | 6,90% | 230 |
| Stagnanti e tese | 353 (37%) | 3,648 (32%) | 1,669 (62%) | 1,30% | 309 |

Source: Leanus, BCG

THE BOSTON CONSULTING GROUP

MARKETING



appropriato per i piani di investimento aziendale, o addirittura forme di advisory che entrino nel merito degli stessi progetti (es. aiutando a valutare l'attrattività relativa di potenziali nuovi mercati).

Le imprese del quadrante di sud-est sono un caso particolarmente interessante: si tratta di imprese in forte crescita e tendenzialmente presenti in mercati dinamici e attraenti, ma che non producono (ancora?) redditività e cassa sufficienti a restare in equilibrio. In linea di principio, per queste imprese una espansione del credito potrebbe risultare più efficace che altrove. In particolare, le imprese più sane presenti in questo quadrante (quelle la cui crescita è più redditizia e sostenibile) trarrebbero certamente beneficio da un credito più abbondante, sia per gli investimenti fissi che per l'espansione del circolante. Eppure, non sempre queste imprese ricevono tutto il credito di cui avrebbero bisogno (spesso anche per la riluttanza dei propri fondatori a immettere maggiore capitale di rischio – si veda la leva elevatissima di questo quadrante), e spesso non ricevono, insieme al credito, tutta la gamma di servizi che dovrebbero formare il cocktail necessario a sostenere la crescita: per esempio finanza per l'exportazione, per l'internazionalizzazione, per le acquisizioni, per la gestione dei rischi, per l'ottimizzazione dei flussi di pagamento su base multinazionale. Le imprese del quadrante di nord-est, infine, rappresentano il segmento trainante dell'economia. Si tratta di imprese in forte crescita, soprattutto in virtù di un forte aggancio ai mercati globali e alle economie più dinamiche. Imprese che hanno generato la propria crescita combinando innovazione, produttività, e investimenti nei mercati più interessanti. E che hanno saputo farlo dotandosi anche di una struttura finanziaria solida, grazie a una combinazione tra: capacità di mantenere una struttura industriale molto leggera (supply chain tesa, filiera produttiva ottimizzata); capacità di autofinanziamento molto elevata; e immissione di capitale di rischio consistente. Le imprese di questo quadrante sono il gruppo di clienti più interessanti per qualsiasi banca corporate, e sono anche il nucleo di imprese che genera la maggior parte della crescita della nostra economia. Il credito allocato a queste imprese ha un ritorno (finanziario, macroeconomico e sociale) infinitamente più elevato del credito distribuito a ogni altro quadrante. E naturalmente, la gamma di bisogni di questo quadrante si estende molto oltre il credito. Innovazione, internazionalizzazione, acquisizioni e dismissioni, ingresso in nuovi business, gestione di flussi di pagamento globali, gestione di progetti di investimento complessi, copertura da rischi valutari,

sovrani, macroeconomici. La mappa dei bisogni di queste aziende vede i servizi diversi dal credito pesare fino al 50-60% dei ricavi incassati dalle banche, con una composizione che varia moltissimo in funzione dell'industria di appartenenza e del modello di business dell'azienda. Servire i bisogni finanziari di queste aziende implica – sempre di più – essere una organizzazione globale o almeno fortemente internazionale, capace di erogare una gamma di prodotti assai diversificata (facendo lavorare in squadra una quantità di specialisti), e capace quando necessario di mettere sul piatto una disponibilità di credito significativa, a prezzi molto competitivi.

In sintesi:

- L'espansione del credito non è il solo e neanche il principale motore dello sviluppo economico – le banche possono (e devono) contribuire allo sviluppo in molti altri modi, anche più importanti del credito.
- Una espansione indifferenziata del credito sarebbe oggi addirittura dannosa – dato che il 50-60% del credito è attualmente allocato a imprese e settori in crisi strutturale; è cruciale ai fini dello sviluppo economico che i nuovi flussi di credito siano allocati alle imprese con le maggiori prospettive di crescita.
- Al di là della riallocazione e/o espansione del credito, il contributo del sistema bancario (e in generale della leadership del Paese) allo sviluppo delle imprese dovrebbe consistere nella capacità di rispondere alle diverse situazioni competitive presenti nel nostro tessuto economico, con strumenti differenziati.
- Un gruppo assai numeroso di imprese stagnanti e già in forte crisi finanziaria richiede strumenti di ristrutturazione e gestione delle crisi, che rimpiazzino l'attuale utilizzo del credito come palliativo.
- All'estremo opposto, un gruppo piccolo ma importantissimo di imprese in forte crescita e molto solide, richiede di essere sostenuto con una gamma assai ampia di strumenti a supporto dell'internazionalizzazione e dello sviluppo, all'interno dei quali il credito è solo una piccola parte.
- Nel mezzo vi sono gruppi intermedi, che hanno già trovato sentieri di crescita e domandano effettivamente più credito, o imprese stagnanti ma ancora solide, dove maggior credito non è necessario, mentre sarebbero utili forme di finanza che stimolino la crescita. ☺