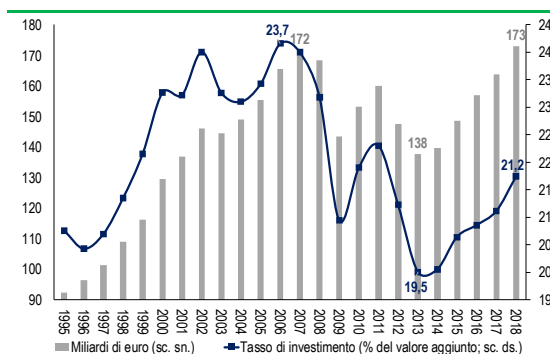


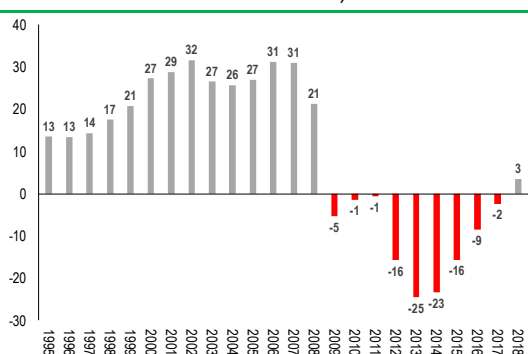
## Gli investimenti delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

## Gli investimenti netti delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro; investimenti al netto degli ammortamenti)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

I numeri del 2018 mostrano un **generale miglioramento delle condizioni delle imprese italiane**, sebbene permangano elementi di attenzione.

I conti economici hanno beneficiato dei bassi tassi di interesse, con il calo degli **oneri finanziari**, e della **minore imposizione fiscale**, un risparmio superiore agli 80 miliardi di euro rispetto al periodo precedente la crisi. È migliorata l'efficienza produttiva, ma permangono difficoltà nell'adeguare il costo del lavoro al mutato contesto economico, frenando il recupero della redditività. La **struttura finanziaria** appare più solida, grazie al contenimento dei debiti e agli aumenti di capitale.

Nonostante il generale miglioramento, **la dinamica degli investimenti risulta non ancora soddisfacente**. Il tasso di investimento rimane circa 2 punti percentuali sotto i livelli precedenti la crisi, pari a più di 15 miliardi di spesa in meno ogni anno. Un ritardo spiegato dalla persistente incertezza, mentre non sembra essere un problema la disponibilità di risorse.

**Dietro questi miglioramenti** vi sono, senza dubbio, le azioni poste in essere dalle imprese. Un ruolo non marginale lo ha, però, svolto anche **la dura selezione prodotta dalla crisi**. Secondo stime della Banca d'Italia, circa la metà dei 10 punti percentuali di riduzione del grado di indebitamento delle imprese italiane è spiegato dall'uscita dal mercato di quelle meno solide.

n. 17

27 maggio 2019

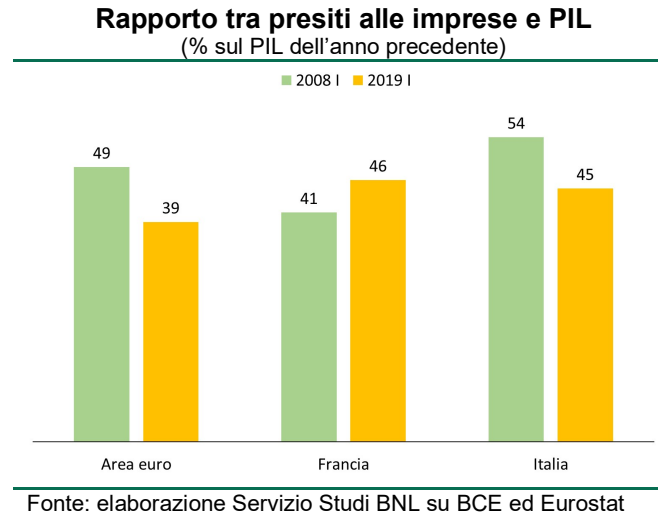


**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca  
per un mondo  
che cambia

## Editoriale - Un credito a più velocità

Giovanni Ajassa ☎ 06-47028414 [giovanni.ajassa@bnlmail.com](mailto:giovanni.ajassa@bnlmail.com)



*La buona notizia è che l'Italia è uscita dalla mini-recessione. Ma il ritmo di sviluppo rimane modesto. Nei prossimi giorni l'Istat pubblicherà i dati sulle componenti del prodotto interno lordo nel primo trimestre. Si potrà valutare quanto sulla dinamica del prodotto hanno inciso i movimenti congiunturali delle scorte ovvero le tendenze di consumi e investimenti. Allo stesso modo ci sarà modo di approfondire la tenuta delle esportazioni nette, distinguendo tra vendite e acquisti dall'estero. Nell'attesa dei numeri sul PIL un indicatore congiunturale meritevole di attenzione è quello del credito. Un credito che oggi in Italia viaggia a più velocità.*

*Le diverse velocità del credito italiano sono certificate nei dati della Banca centrale europea. A marzo 2019, su base annua i prestiti alle imprese si riducono in Italia di poco più di mezzo punto percentuale mentre nella media dell'area euro aumentano di tre punti percentuali e mezzo. Diversamente, i prestiti alle famiglie crescono in Italia come nella media dell'area euro di circa il tre per cento l'anno. L'anomalia italiana è quella di una dinamica del credito alle imprese che rimane assai debole. Certo, il credito è divenuto più selettivo e, contestualmente, è cresciuta la varianza nella dinamica dei prestiti tra imprese a basso rischio e aziende meno sicure. Il risanamento finanziario, la riduzione della leva e, soprattutto, il rafforzamento patrimoniale hanno aiutato. Nondimeno, la bassa domanda di credito espressa oggi dalle imprese competitive e resilienti testimonia una forte incertezza circa i futuri sviluppi del contesto economico nel suo insieme. Un'incertezza che penalizza i piani per futuri investimenti. Ne è correlato anche il livello eccezionalmente elevato raggiunto dalle disponibilità liquide delle aziende. Parliamo, alla fine del 2018, di 360 miliardi di euro che sono pari ad oltre un quinto del PIL e più dell'intero flusso di investimenti di contabilità nazionale*

*realizzati in un anno in Italia. Per riannodare il filo tra fiducia, investimenti e credito occorre uscire da questa sorta di trappola della liquidità.*

*Al di là degli sviluppi degli ultimi trimestri la questione del credito assume rilevanza in un orizzonte più profondo, guardando indietro e guardando avanti. Undici anni fa, quando nella primavera del 2008 cominciava la grande recessione, il rapporto tra prestiti alle imprese e PIL raggiungeva in Italia i 54 punti percentuali. Oggi, dopo un lungo periodo di crisi e di risanamento, il grado di intensità creditizia è sceso di nove punti, al 45 per cento. L'Italia rimane sopra alla media europea, ma il carattere bancario della nostra economia e, in particolare, del finanziamento delle nostre imprese è significativamente diminuito. A questo cambiamento hanno concorso in maniera decisiva le nuove regole di Basilea 3, che hanno in più modi accresciuto gli assorbimenti patrimoniali connessi all'attività creditizia. Alla riduzione dell'intensità creditizia ha contribuito il doloroso, ma necessario processo di riduzione dei crediti "non-performing" il cui rapporto al lordo delle rettifiche sul totale dei prestiti nelle ultime segnalazioni dell'EBA è sceso intorno all'otto per cento quando era ancora intorno ai diciassette punti percentuali meno di quattro anni or sono.*

*Ora occorre guardare avanti. Bisogna evitare un avvitamento vizioso tra la riduzione della base produttiva e la compressione della taglia creditizia del Belpaese. Anche se affiancato da quote più importanti di autofinanziamento e di accesso diretto ai mercati, il credito continuerà a rappresentare l'asse portante del sostegno finanziario al sistema delle piccole e medie imprese a cui in Italia fa capo una quota di valore aggiunto e di occupati superiore di oltre dieci punti alla media europea.*

*Alcune nuove regole europee che entreranno in vigore nei prossimi anni potranno aiutare. Parliamo del "SMEs supporting factor", un pacchetto di misure che ricalibreranno gli assorbimenti patrimoniali a favore delle imprese di minore dimensione. Allo stesso modo, sul fronte delle famiglie, una spinta favorevole potrà venire dalla riduzione dei "ratios" su forme di credito meno rischiose come la cessione del quinto.*

*L'introduzione di altre regole, meno benevole nei riflessi su costo e disponibilità di credito per l'economia, dovrà essere attentamente monitorata. Pensiamo al requisito "MREL" sulle risorse patrimoniali e altre passività sufficienti ad assorbire le perdite e a ricostituire il capitale in caso di risoluzione della banca. Al di là del cantiere europeo, per rendere il credito sostenibile e disponibile ad un sentiero di sviluppo di imprese e famiglie che rimarrà complesso, le banche italiane saranno chiamate a investire sul proprio capitale umano. Non solo robot e algoritmi. Più conoscenza e competenza, a partire dai gestori della relazione con le imprese, chiamati a confrontarsi con le nuove frontiere della globalizzazione, dei dazi e dell'innovazione tecnologica. Perché, come diceva Einaudi, il mestiere della banca è difficile. Non basta conoscere un settore. Bisogna provare a conoscerli tutti.*

## Una riflessione sui conti delle imprese italiane

P. Ciocca  [paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

**I dati sulle imprese italiane mostrano un generale miglioramento delle condizioni economiche e finanziarie, sebbene permangano alcuni elementi di attenzione.**

**Negli ultimi anni, i conti economici delle società non finanziarie hanno beneficiato sia dei bassi tassi di interesse che della minore imposizione fiscale. Nel 2018, gli oneri finanziari sono stati pari a 12 miliardi di euro, con un risparmio rispetto al 2008 di oltre 60 miliardi. Una dinamica risultata sia della riduzione dei debiti, che, soprattutto, della flessione dell'onere medio, sceso da oltre il 6% del 2008 all'1%. Il taglio delle aliquote IRES e la modifica della base imponibile IRAP hanno consentito, inoltre, un riduzione delle tasse, dai 75 miliardi del 2007 a 52.**

**Le società non finanziarie continuano, però, a mostrare una difficoltà nell'adeguare il costo del lavoro al mutato contesto economico. Nel 2018, l'insieme delle retribuzioni lorde e dei contributi sociali ha raggiunto i 455 miliardi di euro, assorbendo oltre il 55% del valore aggiunto prodotto, circa 7 punti percentuali più di quanto veniva registrato all'inizio degli anni Duemila.**

**Il crescente peso del costo del lavoro ha penalizzato la redditività delle imprese, che rimane su livelli non soddisfacenti, sebbene la ripresa abbia favorito il recupero del valore della produzione, che nel 2018 ha raggiunto i 2.270 miliardi, il livello più alto degli ultimi venti anni.**

**Nonostante il generale miglioramento, i conti economici mostrano con chiarezza quale sia il principale elemento di criticità che continua a caratterizzare l'attività d'impresa: il basso livello degli investimenti. Nonostante la ripresa, il tasso di investimento rimane, infatti, circa 2 punti percentuali sotto i livelli precedenti la crisi, pari a più di 15 miliardi di spesa in meno ogni anno. Un ritardo spiegato dalla persistente incertezza, mentre non sembra essere un problema la disponibilità di risorse.**

**Dallo scoppio della crisi, le imprese italiane sono riuscite a rafforzare la propria struttura finanziaria. I debiti sono scesi, mentre è aumentato il capitale proprio. Il grado di indebitamento si è ridotto dal 50% del 2011 al 40%. All'interno dei debiti finanziari, è sceso il peso della componente bancaria, mentre è aumentato quello delle obbligazioni. Le imprese sono, inoltre, riuscite ad allungare la durata media del debito, con la componente a breve che assorbe solo il 25% del totale.**

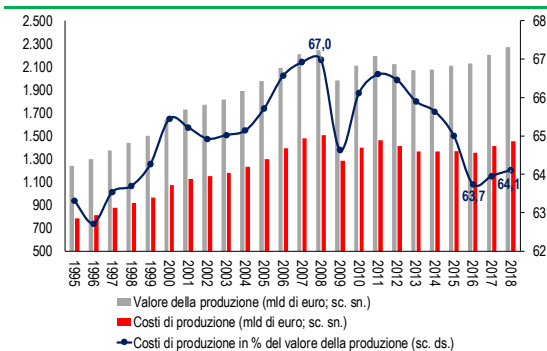
**Dietro questi miglioramenti vi sono, senza dubbio, le azioni poste in essere dalle imprese. Un ruolo non marginale lo ha, però, svolto anche la dura selezione prodotta dalla crisi. Secondo stime della Banca d'Italia, circa la metà del calo del leverage è, ad esempio, spiegato dall'uscita dal mercato delle imprese meno solide.**

### Un panorama produttivo più efficiente per le imprese italiane

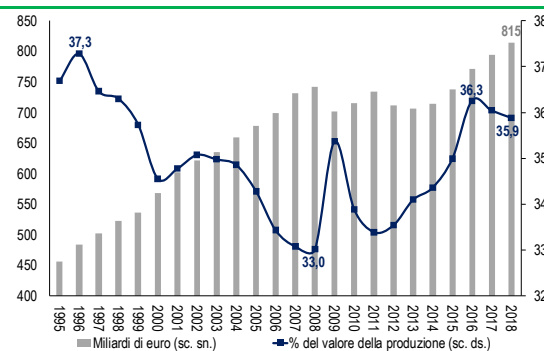
**Nel 2018, il valore della produzione delle società non finanziarie italiane è aumentato del 3%, raggiungendo i 2.270 miliardi di euro e recuperando interamente quanto era stato perso negli anni della recessione. Come già accaduto nel 2017, l'aumento della produzione è, però, risultato meno ampio di quello dei costi, cresciuti del 3,2%, anche a causa di fattori esterni all'impresa non direttamente controllabili. Ha pesato, ad esempio, il rincaro delle componenti energetiche, con il prezzo del petrolio passato da 45 dollari al barile nella media del 2016 a 72 del 2018, un aumento solo in parte compensato dal rafforzamento dell'euro.**

Quanto accaduto negli ultimi due anni ha interrotto il graduale miglioramento dell'efficienza che aveva interessato il processo produttivo delle imprese italiane dallo scoppio della crisi. Tra il 2008 e il 2016, i costi di produzione erano, infatti, aumentati meno del valore della produzione, a differenza di quanto era accaduto nei dieci anni precedenti. Il peso dei costi era, infatti, prima cresciuto dal 63% del valore della produzione del 1995 al 67,0% del 2008, per poi ridursi e tornare al 63,7% nel 2016. L'accelerazione dei costi nel biennio 2017-18 lo ha nuovamente portato sopra il 64%, rimanendo, comunque, 3 punti percentuali sotto il livello dell'inizio della crisi. Nel confronto tra il 2018 e il 2008, il valore della produzione presenta un incremento dell'1%, mentre i costi risultano in calo di quasi il 3,5%.

### La struttura produttiva nei bilanci delle società non finanziarie italiane



### Il valore aggiunto delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Quanto accaduto negli ultimi due anni ha penalizzato la dinamica del valore aggiunto. La crescita è passata dal +4,6% del 2016 al +2,5%. Gli 815 miliardi di euro raggiunti nel 2018 rappresentano, comunque, il livello più alto degli ultimi venti anni. Il rapporto con il valore della produzione è rimasto stabile intorno al 36%, 3 punti percentuali più del 2008.

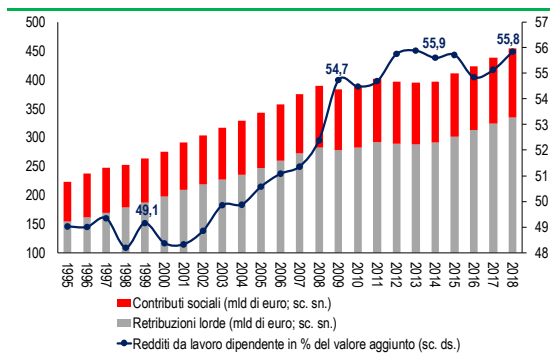
### Il costo del lavoro penalizza la redditività lorda delle imprese italiane

Scendendo lungo il conto economico emerge un elemento di attenzione: dallo scoppio della crisi, le società non finanziarie italiane, se da un lato sono riuscite a contenere la dinamica dei costi produttivi, da un altro lato hanno mostrato una crescente difficoltà nell'adeguare il costo del lavoro al mutato contesto economico.

Nel 2018, l'insieme delle retribuzioni e dei contributi sociali pagati dalle imprese è cresciuto di quasi il 4%, raggiungendo i 455 miliardi di euro, il livello più alto degli ultimi venti anni. In valore, l'aumento registrato durante lo scorso anno è stato pari a 17 miliardi, assorbendo la quasi totalità dei 20 miliardi di incremento del valore aggiunto. Dallo scoppio della crisi, il costo del lavoro sopportato dalle società non finanziarie è cresciuto del 17%, oltre 7 punti percentuali in più di quanto registrato dal valore aggiunto. L'incremento ha interessato in misura più intensa le retribuzioni, mentre il peso dei contributi si è leggermente ridotto. Nel confronto tra il 2007 e il 2018, il valore aggiunto è aumentato di 84 miliardi e i redditi da lavoro di 80. Nella prima parte degli anni Duemila, il costo del lavoro assorbiva meno della metà del valore aggiunto prodotto dalle imprese italiane; gli aumenti degli ultimi anni ne hanno portato il peso oltre il 55%.

La crescita del costo del lavoro ha penalizzato il risultato lordo di gestione. Nel 2018, questa misura del margine operativo lordo delle imprese è rimasta sostanzialmente invariata intorno ai 340 miliardi di euro, proseguendo una dinamica deludente che ha interessato quasi ininterrottamente gli ultimi dieci anni. Nel confronto con il 2008, un aumento del valore aggiunto prossimo al 10%, combinato con una crescita del costo del lavoro del 17%, ha portato ad un incremento del risultato lordo di gestione inferiore al 3%.

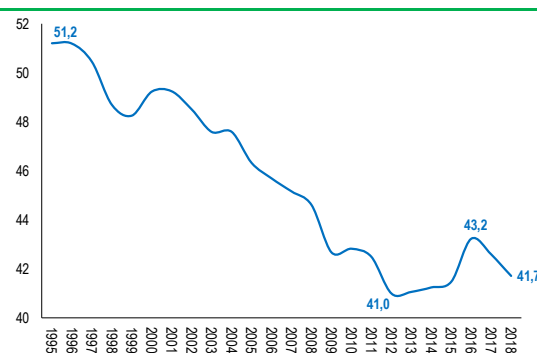
### Il costo del lavoro nei bilanci delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

### La quota di profitto delle società non finanziarie italiane

(risultato lordo di gestione in % del valore aggiunto)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Dallo scoppio della crisi, il recupero dei volumi produttivi non si è, dunque, associato ad una soddisfacente ripresa della redditività. La quota di profitto delle imprese italiane, misurata dal rapporto tra il risultato lordo di gestione e il valore aggiunto, dopo aver leggermente recuperato dal minimo degli ultimi venti anni toccato nel 2012 (41%), è nuovamente scesa, dal 43,2% del 2016 al 41,7%. All'inizio della crisi era pari al 45%; nella seconda metà degli anni Novanta raggiungeva il 50%. Rispetto ai livelli più alti degli ultimi venti anni, mancano circa 65 miliardi di profitti.

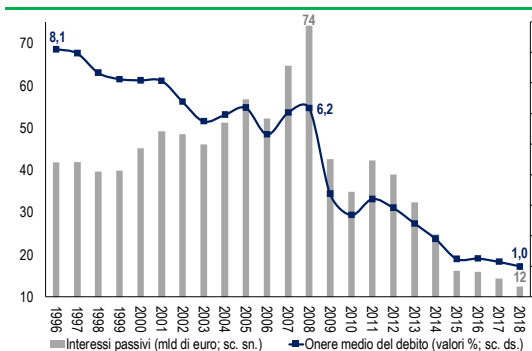
### Pochi interessi e meno tasse nei bilanci delle imprese italiane

Anche nel 2018 le imprese italiane hanno tratto beneficio dal basso livello dei tassi di interesse, risultato della politica monetaria estremamente espansiva della Banca centrale europea. Le tensioni emerse sui mercati finanziari durante lo scorso anno, con il conseguente incremento del rendimento dei titoli pubblici italiani, non hanno prodotto effetti sul conto economico delle imprese. Come sottolineato dalla Banca d'Italia nel Rapporto sulla stabilità finanziaria, l'aumento dello spread non si è, infatti, ancora trasmesso al costo dei finanziamenti alle imprese, anche come conseguenza della sostenuta concorrenza tra gli istituti di credito, mentre l'effetto sul costo dei mutui a tasso fisso concessi alle famiglie comincia ad apparire evidente.

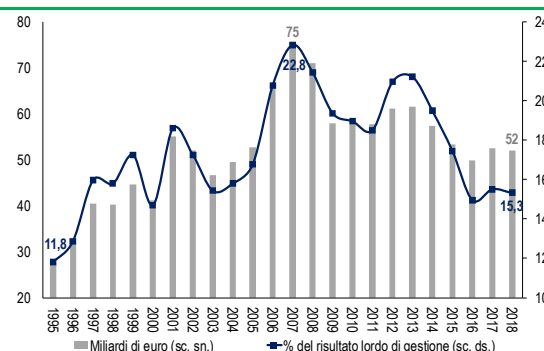
Nel 2018, gli oneri finanziari complessivamente pagati dalle imprese italiane sono stati pari a solo 12 miliardi di euro, 2 in meno dell'anno precedente. Nel confronto con il 2008, il risparmio per le imprese in termini di minori interessi passivi sale oltre i 60 miliardi. Prima della crisi, il peso degli oneri finanziari all'interno dei bilanci delle imprese era aumentato in maniera significativa, come risultato del rapido incremento dei debiti, passati da 560 miliardi di euro nel 1998 a oltre 1.260 nel 2008, che aveva annullato l'effetto della riduzione del costo dei finanziamenti. Nel 2008, i 74 miliardi di

oneri finanziari assorbivano oltre un quinto del risultato lordo di gestione, circa 7 punti percentuali in più della fine degli anni Novanta. Dallo scoppio della crisi, il peso degli oneri finanziari è crollato, scendendo nel 2018 sotto il 4%. Una dinamica che è il risultato sia della riduzione dei debiti finanziari, stabilizzatisi negli ultimi anni sotto i 1.250 miliardi, che, soprattutto, della brusca flessione dell'onere medio del debito supportato dalle imprese, sceso da oltre il 6% del 2008 all'1%.

### Gli interessi passivi nei bilanci delle società non finanziarie italiane



### La tassazione nei bilanci delle società non finanziarie italiane

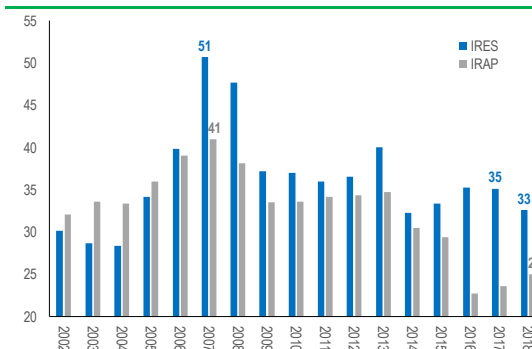


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat e Banca d'Italia

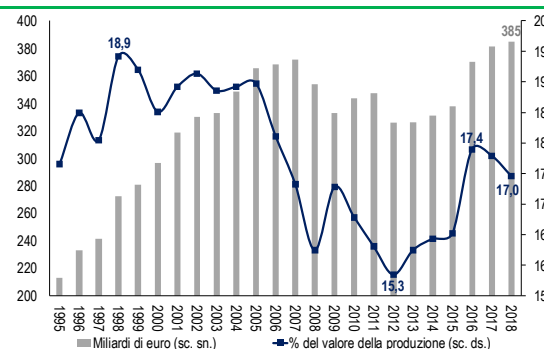
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Negli ultimi anni, le imprese italiane hanno tratto beneficio anche dalla sensibile riduzione della tassazione complessiva. Nel 2007, le società non finanziarie erano arrivate a pagare 75 miliardi di euro di tasse, destinandovi oltre un quinto del risultato lordo di gestione. Nel 2018, la spesa è stata pari a 52 miliardi, con una flessione del 30% e un peso intorno al 15%. Un andamento frutto sia del taglio delle aliquote IRES che dell'esclusione del costo del lavoro dalla base imponibile dell'IRAP. I dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze, riferiti al complesso delle imprese e non solo alle società non finanziarie, confermano queste dinamiche: il gettito dell'IRES è sceso da 51 miliardi di euro nel 2007 a 33 nel 2018, mentre quello dell'IRAP è passato da 41 a 23 nel 2016, per poi salire leggermente a 25. Un risparmio in termini di minori tasse pagate prossimo a 35 miliardi.

### La tassazione delle imprese italiane (miliardi di euro; entrate tributarie)



### Il reddito lordo da impresa delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati MEF

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

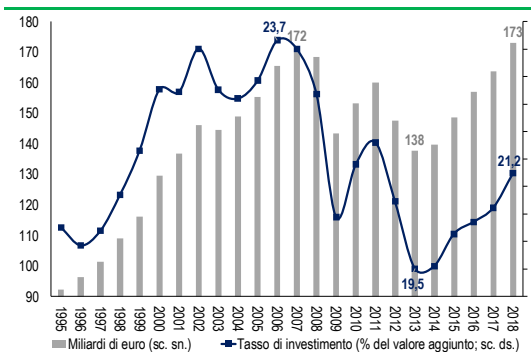
Nonostante la flessione degli oneri finanziari, il taglio delle tasse e la migliore gestione dei costi produttivi da parte delle imprese, la dinamica del reddito lordo da impresa, misura che approssima l'utile prima delle imposte sui redditi della contabilità aziendale al lordo sia degli ammortamenti che delle imposte sulla produzione, è risultata deludente, penalizzata dal peso crescente del costo del lavoro. Nel 2018, il reddito lordo da impresa è stato pari a 385 miliardi di euro, un aumento di solo 4 miliardi rispetto al 2017. Sebbene sia stato interamente recuperato quanto perso durante la recessione, il rapporto tra il reddito lordo da impresa e il valore della produzione è sceso durante lo scorso anno al 17%, dal 17,4% del 2016. Rispetto ai livelli raggiunti nella prima metà degli anni Duemila, mancano circa 1,5 punti percentuali, che equivalgono a quasi 35 miliardi di euro di reddito in meno prodotto.

### Nonostante la ripresa, ancora pochi gli investimenti delle imprese

In un contesto di generale miglioramento delle condizioni economiche, la lettura dei conti mostra con chiarezza quale sia il principale elemento di criticità che caratterizza l'attività d'impresa: il lento recupero degli investimenti, che, nonostante la ripresa, rimangono su livelli non soddisfacenti, penalizzando le potenzialità di sviluppo dell'intero sistema produttivo italiano.

Nel 2018, le società non finanziarie hanno effettuato 173 miliardi di euro di investimenti, un aumento di oltre il 5,5% rispetto al 2017, raggiungendo livelli di poco superiori a quelli precedenti la crisi. Rispetto al punto di minimo della recessione toccato nel 2013, l'aumento della spesa ha superato il 25%. Una ripresa che ha favorito il graduale recupero del tasso di investimento, misurato dal rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto, passato dal 19,5% al 21,2%. Mancano, però, ancora circa 2 punti percentuali rispetto ai livelli che caratterizzavano il periodo precedente la crisi, un ritardo che equivale a più di 15 miliardi di spesa in meno ogni anno.

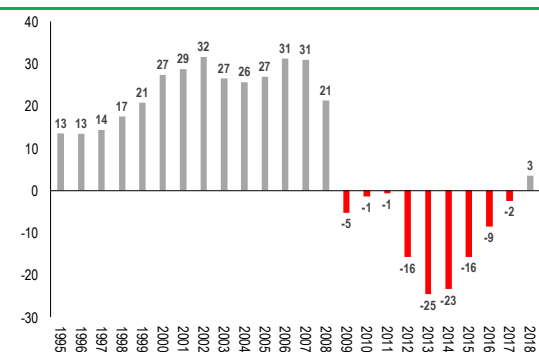
**Gli investimenti delle società non finanziarie italiane**



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

**Gli investimenti netti delle società non finanziarie italiane**

(miliardi di euro; investimenti al netto degli ammortamenti)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Per comprendere a fondo quanto sta accadendo agli investimenti delle imprese occorre, però, allargare il ragionamento e considerare anche gli ammortamenti, che misurano l'invecchiamento del capitale esistente. In condizioni normali, i nuovi



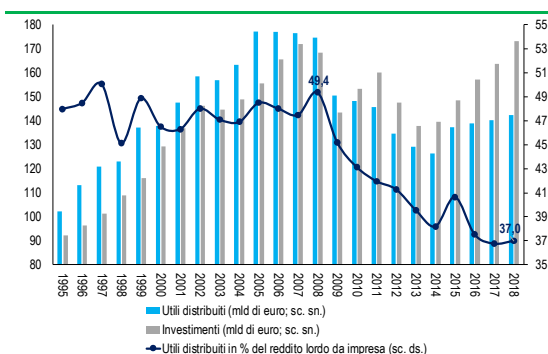
investimenti dovrebbero essere sufficienti a compensare l'invecchiamento del capitale, oltre ad aggiungere nuova capacità produttiva. Questo è quello che accadeva con regolarità prima della crisi. Tra il 1995 e il 2008, i nuovi investimenti eccedevano gli ammortamenti di oltre 20 miliardi di euro medi annui, arrivando ad accumulare un guadagno complessivo prossimo ai 330 miliardi. Con lo scoppio della crisi la situazione è cambiata radicalmente. Tra il 2009 e il 2017, i nuovi investimenti non sono stati sufficienti neanche a compensare l'invecchiamento del capitale, con un ritardo totale prossimo ai 100 miliardi. Nel 2018, il recupero della spesa ha portato nuovamente in territorio positivo gli investimenti netti. I 3,5 miliardi registrati lo scorso anno, sono, però, ancora molto lontani dai valori del periodo precedente la crisi.

### Imprese e investimenti: un problema di fiducia nel futuro, non di risorse

I bilanci delle imprese mostrano come la deludente dinamica degli investimenti non sia la conseguenza della mancanza di risorse, quanto piuttosto il risultato della persistente incertezza che caratterizza lo scenario complessivo. Nei conti economici emergono, infatti, disponibilità finanziarie destinate dalle società a finalità differenti dalla realizzazione di investimenti produttivi.

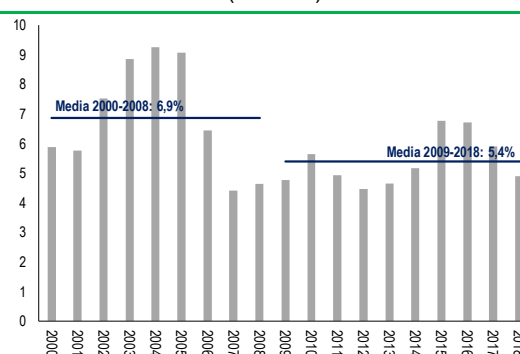
La politica dei dividendi rimane, ad esempio, sufficientemente generosa, sebbene dallo scoppio della crisi vi sia stato un evidente ridimensionamento del valore distribuito. Tra il 2000 e il 2008, le imprese italiane assegnavano ai propri azionisti sotto forma di dividendi, redditi prelevati o altre forme di distribuzione dei proventi aziendali, circa 160 miliardi di euro in media ogni anno, destinandovi il 47,5% del reddito lordo da impresa. Prima della crisi, gli utili distribuiti garantivano agli azionisti un rendimento medio annuo dell'investimento pari all'11,4%, 6,9 punti percentuali in più del titolo pubblico italiano a dieci anni.

#### Gli utili distribuiti e gli investimenti delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

#### Differenza tra il rendimento dell'investimento nel capitale delle società non finanziarie italiane e quello del titolo pubblico italiano a dieci anni (valori %)



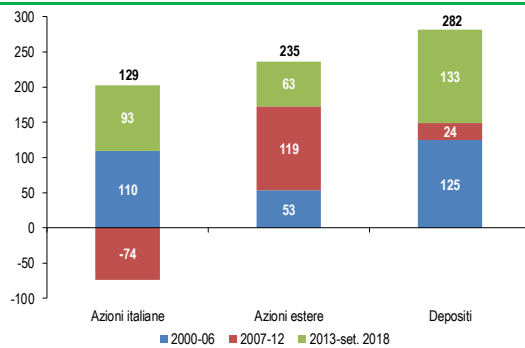
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat, Banca d'Italia e Thomson Reuters Eikon

Tra il 2009 e il 2018, l'importo degli utili distribuiti si è stabilizzato intorno ai 140 miliardi euro. La quota di reddito lordo da impresa destinata ai dividendi è scesa rispetto al periodo precedente, rimanendo, comunque, al di sopra del 40%. Negli ultimi dieci anni, le società non finanziarie italiane hanno complessivamente distribuito quasi 1.400

miliardi, una cifra non lontana dai poco più di 1.500 miliardi di investimenti realizzati. Negli ultimi dieci anni, il rendimento medio ottenuto dagli azionisti è risultato pari all'8,8%, con un differenziale rispetto al titolo teoricamente privo di rischio pari a circa 5,5 punti percentuali. Un valore da considerare non troppo distante da quello che caratterizzava gli anni precedenti la crisi, in particolar modo tenendo conto della minore rischiosità che sembra caratterizzare il sistema imprenditoriale italiano, come conseguenza del profondo processo di selezione sviluppatosi durante le recessioni, con l'uscita dal mercato delle imprese meno solide.

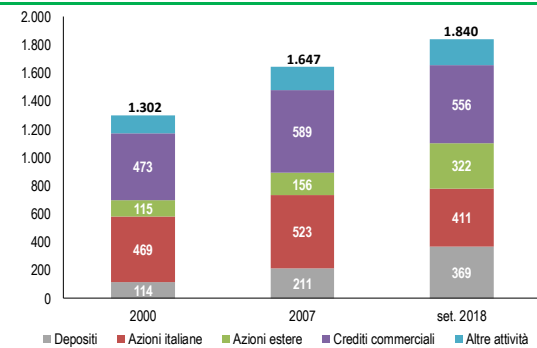
### Gli investimenti in attività finanziarie delle società non finanziarie italiane

(flussi; valori cumulati; miliardi di euro)



### Gli investimenti in attività finanziarie delle società non finanziarie italiane

(stock; miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Per comprendere a fondo le motivazioni dietro il non soddisfacente livello degli investimenti aziendali, è, però, utile guardare con attenzione anche quanto accaduto alle attività finanziarie possedute dalle imprese. La crisi sembra, infatti, aver modificato i comportamenti, guidando le scelte ed influenzando la propensione al rischio.

Nel periodo precedente la crisi, il valore delle attività finanziarie detenute dalle imprese italiane era aumentato rapidamente, passando da circa 1.150 miliardi di euro alla fine degli anni Novanta a quasi 1.650 nel 2007, per poi perdere, durante la recessione, più di 150. Negli ultimi anni, il recupero è risultato intenso, arrivando a settembre 2018 ad un valore di 1.840 miliardi. Un aumento spiegato sia da un adeguato rendimento dell'investimento, che da un costante afflusso di nuove risorse. Nonostante le difficoltà degli ultimi anni, tra il 2013 e il 2018, le imprese hanno, infatti, investito quasi 250 miliardi di euro in attività finanziarie, una media annua superiore ai 45 miliardi, un valore più basso dei 70 del periodo 2000-2006, ma, comunque, significativo.

Nel corso degli ultimi anni, sono emersi anche cambiamenti nelle scelte delle società non finanziarie su come allocare le risorse disponibili. Le imprese si sono, infatti, sempre più orientate verso la creazione di riserve di liquidità da utilizzare in caso di necessità, penalizzando in questo modo la realizzazione di nuovi investimenti produttivi. Negli ultimi sei anni, oltre 130 miliardi di euro di nuove risorse sono stati accantonati nei depositi, portando il saldo complessivo intorno ai 370 miliardi, assorbendo un quinto del totale delle attività finanziarie delle imprese italiane, 8 punti percentuali più dell'inizio della crisi e circa il doppio di quanto veniva registrato alla metà degli anni Novanta.

Dallo scoppio della crisi, le imprese italiane hanno, però, anche concentrato maggiormente l'attenzione su mercati e paesi esteri, destinandovi una quota crescente di risorse, nella realizzazione di un profondo processo di internazionalizzazione finalizzato a sfruttare le opportunità sia produttive che commerciali. Un fenomeno evidente nei numeri sugli investimenti in azioni e partecipazioni effettuati dalle imprese italiane, considerando la localizzazione della società partecipata. All'inizio della crisi, l'investimento in azioni delle società non finanziarie aveva un valore pari a 680 miliardi di euro. Di questi, circa 520 erano riferiti a società residenti in Italia, per la maggior parte non quotate nei mercati regolamentati, fornendo una rappresentazione contabile dei gruppi di impresa operanti nel Paese. Il valore delle azioni estere si fermava intorno ai 150 miliardi. La ricchezza investita in azioni e partecipazioni, pari a circa il 40% del totale delle attività finanziarie possedute dalle società, era, quindi, distribuita per tre quarti su aziende italiane e per un quarto su aziende estere. A settembre 2018, la situazione appare differente. Il valore dell'investimento in azioni e partecipazioni ha superato i 730 miliardi, pari sempre a circa il 40% del totale. Di questi, più di 320 sono riferiti ad imprese residenti all'estero; si tratta di quasi il 45%, circa 20 punti percentuali in più del 2007. Dietro questo cambiamento, un graduale spostamento di risorse, che ha interessato in particolare gli anni della crisi, mentre sembra essersi attenuato nel periodo più recente. Dal 2007, oltre 180 miliardi sono stati investiti da imprese italiane nel capitale di aziende residenti all'estero, mentre le azioni di imprese italiane, interessate da un profondo disinvestimento durante la crisi, hanno beneficiato nel complesso dell'afflusso di solo 20 miliardi.

Analizzando i numeri sulle attività finanziarie delle imprese italiane, un ulteriore aspetto merita di essere sottolineato. Negli ultimi anni, si è sensibilmente ridotto il peso dei crediti commerciali, che, dopo essersi avvicinati ai 690 miliardi di euro nel 2011, sono scesi intorno a 560 a settembre 2018. Dietro questa flessione, la riduzione del numero di giorni medi impiegati per il pagamento delle fatture: da 114 a circa 90, un'evoluzione rappresentativa di un miglioramento delle condizioni economiche e finanziarie dell'intero sistema imprenditoriale italiano, oltre che conseguenza delle modifiche legislative introdotte, finalizzate ad una riduzione dei tempi medi di pagamento.

### **Una struttura finanziaria più solida**

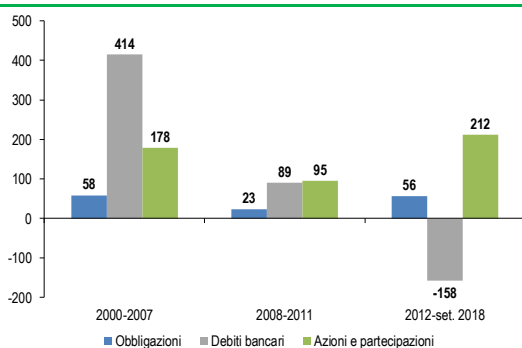
Nel 2018, è proseguito il rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese italiane. Un processo, in corso da alcuni anni, che è sia il risultato delle maggiori difficoltà nell'ottenere nuovi debiti finanziari che il frutto dei cambiamenti apportati alla normativa fiscale, che hanno reso sostanzialmente indifferente la scelta tra capitale di debito e capitale proprio. Un ruolo non marginale lo hanno svolto anche le condizioni finanziarie favorevoli, con la grande quantità di liquidità presente nei mercati.

Prima della crisi, le imprese soddisfacevano le proprie esigenze finanziarie ricorrendo prevalentemente all'indebitamento bancario. Tra il 2000 e il 2007, i debiti bancari erano aumentati di oltre 400 miliardi di euro, mentre l'afflusso di nuovo capitale di rischio si era fermato sotto i 180. Il ricorso alle emissioni obbligazionarie era ancora limitato, con circa 7 miliardi di emissioni nette in media ogni anno e un peso all'interno dei debiti finanziari inferiore al 6%. Durante la prima recessione, i comportamenti delle imprese non avevano subito grandi cambiamenti, con una prevalenza dei debiti finanziari rispetto al capitale proprio. Tutto questo aveva portato ad un sensibile incremento dell'indebitamento: il leverage delle società non finanziarie, misurato come rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio valutato ai prezzi di mercato, era passato dal 34% del 2000 a quasi il 50% del 2011.

Negli ultimi sette anni, la situazione è cambiata. I debiti finanziari sono stati ridotti, scendendo sotto i 1.250 miliardi. Il taglio ha interessato prevalentemente la componente bancaria, con un rimborso netto prossimo ai 160 miliardi. Le emissioni nette di obbligazioni sono aumentate, superando i 55 miliardi nell'insieme dei sette anni, sebbene il 2018 abbia visto un rallentamento di questo processo. Il peso delle obbligazioni all'interno dei debiti finanziari ha raggiunto il 13,5%, più del doppio di quello registrato all'inizio della crisi, mentre quello delle banche è sceso al 56%, dal 67% del 2007 e da oltre il 70% della seconda metà degli anni Novanta. Le imprese hanno, inoltre, ulteriormente allungato la durata media dei propri debiti. Il peso della componente a breve termine sul totale dei debiti finanziari è sceso al 25%, 10 punti percentuali meno dell'inizio della crisi e circa la metà di quanto veniva registrato alla metà degli anni Novanta.

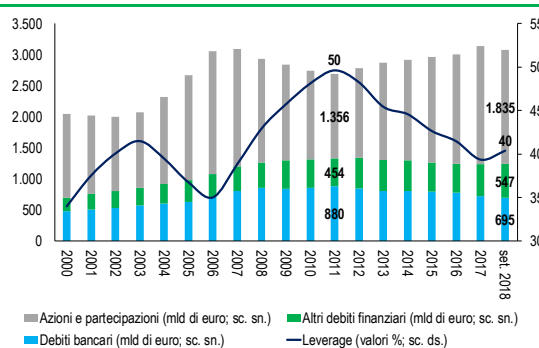
### Debiti e patrimonio delle società non finanziarie italiane

(flussi; valori cumulati; miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

### Il grado di indebitamento delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Il calo dei debiti finanziari si è accompagnato ad un sensibile incremento del capitale proprio, con oltre 210 miliardi di nuove risorse. Il leverage è sceso di circa 10 punti percentuali, stabilizzandosi intorno al 40%, nonostante l'effetto negativo sulle quotazioni azionarie delle tensioni emerse sui mercati nella seconda metà dello scorso anno ne abbia determinato un leggero incremento.

### Imprese italiane: un rafforzamento forse più di forma che di sostanza

Una visione d'insieme delle condizioni generali delle imprese italiane mostra, dunque, evidenti miglioramenti. La struttura finanziaria appare più solida: il leverage si è ridotto, è cresciuto il ricorso diretto al mercato finanziario, mentre è sceso il peso dei debiti bancari. L'attività produttiva ha recuperato, con il valore aggiunto sui livelli più alti degli ultimi venti anni. Le condizioni economiche sono migliorate, beneficiando anche dei minori oneri finanziari e della più bassa tassazione, sebbene la redditività faticosa a recuperare, frenata dal peso del costo del lavoro. La riduzione del numero di giorni necessari per il pagamento delle fatture, con l'ampio calo dei crediti commerciali, segnala un rafforzamento delle condizioni finanziarie. Il basso livello degli investimenti è più un problema di fiducia che la conseguenza della mancanza di risorse, che, invece, risultano presenti nei conti, ma spesso destinate dalle imprese a finalità differenti.

Dietro questo miglioramento vi sono senza dubbio le azioni poste in essere dalle imprese italiane, che hanno saputo adeguarsi al mutato contesto esterno. Un ruolo non marginale nel rafforzamento delle condizioni economiche e finanziarie lo ha, però, svolto anche la dura selezione prodotta dalla crisi, che ha portato all'uscita dal mercato delle aziende meno solide. Negli anni della recessione, il numero delle imprese cessate è, infatti, risultato di gran lunga più ampio di quello delle nuove realtà aziendali costituite, con una perdita complessiva che, tra il 2010 e il 2016, ha superato le 325mila unità. Secondo stime della Banca d'Italia, il calo di 10 punti percentuali del leverage delle società non finanziarie italiane è, ad esempio, spiegato per circa la metà dall'uscita dal mercato delle aziende più deboli, mentre all'aumento del capitale ne viene attribuito solo un terzo e la restante parte è il risultato del calo dei debiti finanziari.

Meno imprese, più solide ed efficienti, producono, dunque, risultati aziendali migliori, ma si dimostrano non sufficienti a consentire uno sviluppo sostenuto dell'economia nel suo complesso. Una considerazione che aiuta a capire il contrasto, alcune volte evidente, tra un'economia che sostanzialmente ristagna ed un sistema imprenditoriale che cresce, produce risultati e conquista sempre più i mercati esteri.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.  
Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com