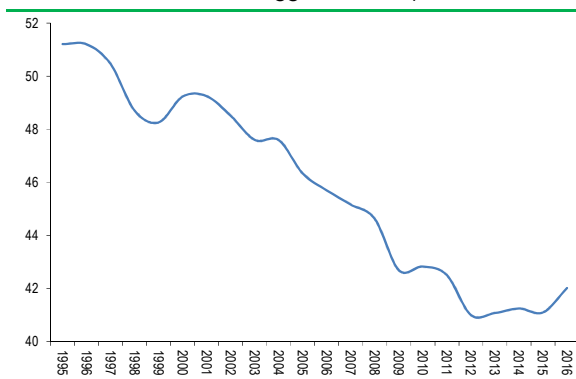


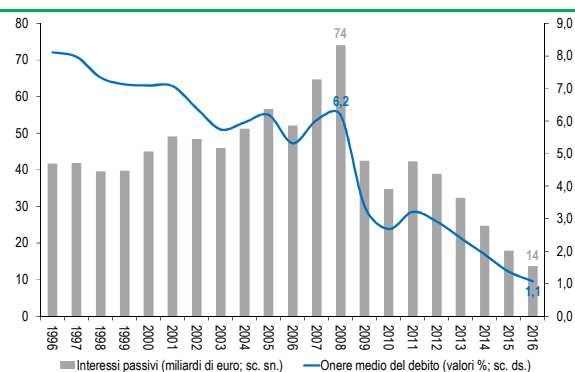
La redditività delle società non finanziarie italiane

(quota di profitto: risultato lordo di gestione in % del valore aggiunto lordo)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Gli interessi passivi nei bilanci delle società non finanziarie italiane



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

Dalla **lettura dei conti delle imprese italiane** emergono segnali di miglioramento, ma anche diverse criticità. Migliora l'efficienza produttiva, ma rimane evidente la difficoltà nel contenere il costo del lavoro, che finisce per assorbire più del 55% del valore aggiunto. Un sostegno ai conti giunge dai minori interessi, scesi a 14 miliardi di euro dagli oltre 70 degli anni precedenti la crisi, con l'onere medio del debito passato da oltre il 6% del 2008 a poco più dell'1,1% e dalla più bassa tassazione.

La principale criticità delle imprese è la carenza di investimenti, che negli ultimi otto anni non sono stati neanche sufficienti a compensare l'invecchiamento del capitale produttivo esistente. Un problema non legato alla carenza di risorse, come mostrato dai depositi delle imprese, che hanno superato i 300 miliardi di euro, e da una politica dei dividendi ancora generosa. **Le imprese continuano, inoltre, ad effettuare investimenti significativi in aziende operanti all'estero.**

Le **imprese italiane hanno iniziato un processo di rafforzamento della struttura finanziaria, aumentando il capitale e riducendo i debiti.** Tra il 2012 e il 2016, i debiti finanziari sono stati tagliati in media ogni anno di circa 10 miliardi di euro, mentre gli apporti di nuovo capitale hanno superato i 20 miliardi. Il leverage è sceso al 43%, un valore ancora alto nel confronto internazionale.

n. 20

29 maggio 2017



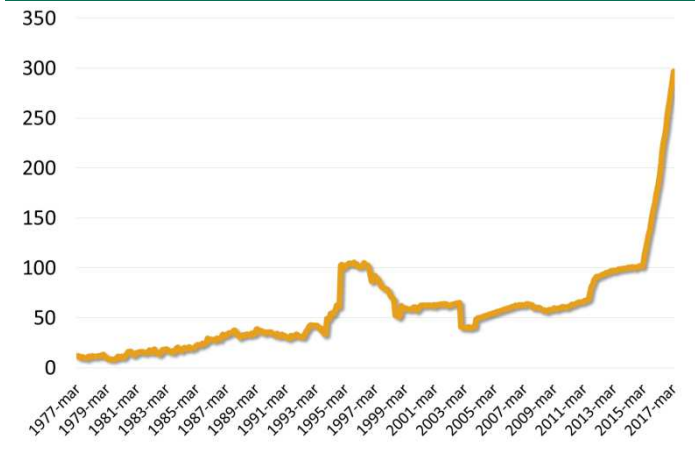
BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Editoriale: Una exit che guarda avanti

Giovanni Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

Titoli di stato detenuti dalla Banca d'Italia
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Banca d'Italia

Ci sono dibattiti che guardano avanti e dibattiti che guardano indietro. Nell'odierno agone economico e finanziario i secondi sono più numerosi dei primi. Non necessariamente, però, sono i più rilevanti. Nel provare a rispondere alla sfida di una complessità crescente, la facile tentazione è rivolgersi ad ipotesi di retroguardia. Nel tornare indietro la parola chiave è "exit", uscita. Uscire dal modello multilaterale degli scambi per provare a ricreare il mondo ante-2001. Uscire dall'unione europea nel caso della Brexit. Uscire dalla moneta unica per discutere di ritorni alle valute pre-convergenza nel contesto dell'eurozona.

Comune a tutti questi dibattiti che guardano indietro è fronteggiare la complessità del presente con una lettura alquanto semplificata e parziale del passato. Un paio di esempi, tra i molti possibili: si evoca un ritorno alle valute pre-euro senza spiegare come, nello scenario attuale di continua innovazione finanziaria, sarebbe possibile realizzare un efficace sistema di controllo al movimento dei capitali. Controlli che diftavano ai tempi dell'eurolira, figuriamoci nel mondo del bit-coin e dei fin-tech. Secondo esempio, sempre in tema di moneta unica: si discute dei danni presunti arrecati dall'euro alla competitività di paesi come l'Italia senza però ricordare gli oggettivi vantaggi che su fronti non meno importanti il nostro Paese ha incassato da quasi un ventennio di partecipazione alla moneta unica. I numeri parlano. Nel 1996 l'Italia pagava interessi sul proprio debito pubblico pari alla bellezza di 116 miliardi di euro. Lo scorso anno l'onere del debito si è fermato a 66 miliardi di euro. Certo, la discesa dei tassi non è stata legata solo all'euro. Però, è un dato oggettivo che rispetto al mondo pre-euro oggi l'Italia risparmia 50 miliardi di euro l'anno che diventano 100 se il confronto tra il 2016 e il 1996 tiene correttamente conto dell'inflazione cumulata nei

passati vent'anni. E, in tema di competitività, bisognerebbe anche spiegare in che modo un ritorno alla lira potrebbe servire a ridurre i tempi della giustizia civile che vedono in Italia la durata di una procedura fallimentare variare dai cinque anni di Trento ai quindici anni di Messina. Piuttosto che le svalutazioni, quello che occorre sono le modernizzazioni.

Invece di guardare indietro, meglio sarebbe concentrarsi sulle sfide del presente e del futuro. Guardando avanti, c'è una "exit" da preparare con cura e da realizzare a beneficio della stabilità e della crescita. Parliamo dell'uscita dal lungo periodo di politiche monetarie non convenzionali che vede oggi le dimensioni dei bilanci delle principali banche centrali dilatate su massimi storici mai sperimentati. Oltre quattro trilioni di dollari per l'attivo della Fed e più di quattromila miliardi di euro per la BCE. Da questi massimi occorre con gradualità rientrare, se non altro per ricreare uno spazio di manovra spendibile in occasione di eventuali crisi future. È una sfida globale, che oltre a Federal Reserve e Banca centrale europea, coinvolge anche le autorità monetarie di Regno Unito e Giappone.

Dalla crisi americana dei sub-prime a quella europea dei rischi sovrani, negli ultimi dieci anni le principali banche centrali hanno drenato titoli dai mercati ai propri bilanci per ridurre l'instabilità e le alee di contagio sistemico. Oggi ci si prepara a invertire la tendenza, forti di una migliorata condizione economica e di un sistema di regole che ha mediamente irrobustito la condizione patrimoniale degli operatori. È un percorso di normalizzazione che si rivelerà lungo e complesso perché nel Mondo negli ultimi dieci anni i debiti hanno continuato a crescere, ed in misura significativa. Tra il 2006 ed oggi i debiti degli operatori non finanziari dei paesi dichiaranti alla Banca dei regolamenti internazionali sono aumentati da 98 a 166 trilioni di dollari. Negli USA i debiti di imprese, famiglie e amministrazioni pubbliche sono cresciuti da 30 a 47 trilioni. In Cina sono aumentati da 4mila a 28mila miliardi di dollari. Nell'Europa dell'euro le cose sono andate meglio nel senso che il complesso dei debiti pubblici e privati è cresciuto assai meno che altrove. Sta agli europei prendere coscienza di questa situazione e costruire un percorso di graduale rientro dal "quantitative easing" che consolidi un contesto monetario e finanziario compatibile con stabilità e crescita. La proposta di creazione degli European Safe Bonds rappresenta un passo interessante nella giusta direzione, per provare a guardare avanti e non indietro.

Una prima anticipazione sui conti delle imprese italiane

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

Dalla lettura dei conti delle aziende italiane emergono segnali di miglioramento, ma anche diverse criticità. Dall'inizio della crisi, le imprese sono, ad esempio, riuscite ad accrescere l'efficienza produttiva, tagliando i costi più di quanto non si sia ridotta la produzione, favorendo in questo modo un aumento del valore aggiunto, che si è avvicinato ai livelli massimi degli ultimi venti anni. Rimane, però, evidente la difficoltà nell'adeguare il costo del lavoro al nuovo contesto. Nel 2016, i redditi da lavoro pagati dalle imprese hanno superato i 420 miliardi di euro, assorbendo più del 55% del valore aggiunto e penalizzando la redditività, che rimane intorno ai livelli minimi degli ultimi venti anni.

Un sostegno al risultato economico delle imprese è, invece, giunto dai bassi tassi d'interesse e dalla minore tassazione. Nel 2016, le società non finanziarie hanno pagato 14 miliardi di euro di interessi, rispetto agli oltre 70 raggiunti negli anni precedenti la crisi. L'onere medio del debito è sceso all'1,1%, da oltre il 6% del 2008. Durante lo scorso anno, le imprese hanno, inoltre, pagato 50 miliardi di imposte e tasse, a fronte degli oltre 60 del 2012 e degli oltre 70 del 2007.

I conti economici confermano come la principale criticità delle imprese italiane sia la carenza di investimenti. Il tasso di investimento, nonostante un moderato recupero, rimane lontano dai valori del periodo precedente la crisi. Negli ultimi otto anni, i nuovi investimenti non sono stati neanche sufficienti a compensare l'invecchiamento del capitale produttivo esistente. Un problema non legato alla carenza di risorse: i depositi delle imprese hanno superato ampiamente i 300 miliardi di euro e la politica dei dividendi, nonostante gli ampi tagli dell'ultimo periodo, appare ancora generosa. Le imprese italiane continuano, inoltre, ad effettuare investimenti significativi all'estero. Tra il 2007 e il 2016, oltre 160 miliardi di euro di nuove risorse sono stati investiti nel capitale di società straniere.

Dallo scoppio della crisi, le imprese italiane hanno, inoltre, iniziato un processo di graduale rafforzamento della struttura finanziaria, aumentando il capitale e riducendo i debiti. Tra il 2012 e il 2016, i debiti finanziari sono stati tagliati in media ogni anno di circa 10 miliardi di euro, mentre gli apporti di nuovo capitale hanno superato i 20 miliardi. Il leverage, dopo aver raggiunto il 49% negli anni precedenti, si è ridotto, scendendo al 43%, ma rimanendo al di sopra dei valori registrati nelle altre principali economie europee. Guardando la composizione delle fonti di finanziamento, emerge, inoltre, una minore attenzione per le obbligazioni, che negli ultimi anni hanno registrato emissioni nette negative.

Imprese italiane: tornano i volumi, rimane bassa la redditività

Nel 2016, il valore della produzione delle società non finanziarie italiane ha superato nuovamente i 2.100 miliardi di euro. Nonostante il moderato recupero, mancano oltre 140 miliardi di produzione per tornare ai valori massimi degli ultimi venti anni, raggiunti nel 2008. I costi di produzione si sono, invece, ulteriormente ridotti, scendendo sotto i 1.350 miliardi, quasi 160 in meno di quanto contabilizzato nel 2008. In otto anni, il valore della produzione si è ridotto del 6,4%, mentre i costi del 10,5%. All'inizio della crisi, i costi produttivi assorbivano il 67% della produzione, 4 punti percentuali in più della metà degli anni Novanta; nel 2016, siamo scesi al 64%. Il valore aggiunto lordo è, dunque, aumentato, avvicinandosi ai 760 miliardi, superando il dato del 2008 ed



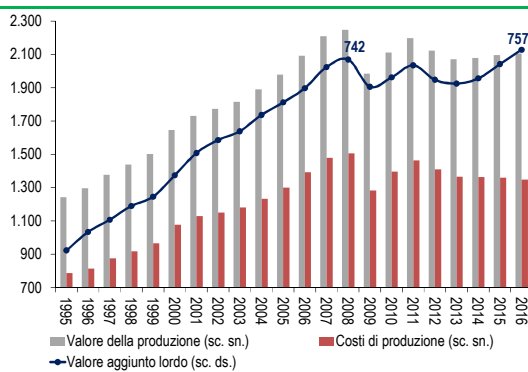
arrivando a rappresentare il 36% della produzione, un livello prossimo ai massimi degli ultimi venti anni.

La crisi ha, dunque, posto le imprese italiane di fronte alla necessità di riorganizzare il processo produttivo, cercando di renderlo più efficiente, potendo anche beneficiare sia dei vantaggi derivanti dalla diffusione delle nuove tecnologie sia del calo dei costi delle materie prime energetiche. Dalla lettura dei conti economici delle imprese emergono, dunque, alcuni segnali di miglioramento. Permangono, però, diverse criticità.

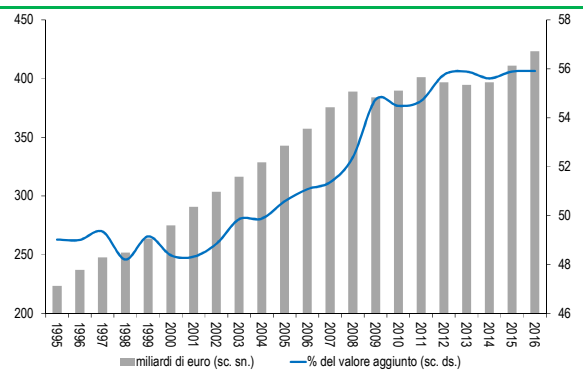
Scendendo lungo il conto economico si evidenzia, infatti, una persistente difficoltà nell'adeguare il costo del lavoro al nuovo contesto produttivo. Nel 2016, le società non finanziarie italiane hanno pagato oltre 420 miliardi di euro per redditi da lavoro dipendente, con un aumento di quasi il 9% nel confronto con il 2008. La crescita ha interessato prevalentemente la componente delle retribuzioni lorde, mentre l'aumento dei contributi sociali è risultato meno intenso. Il costo del lavoro è arrivato ad assorbire più del 55% del valore aggiunto, circa 5 punti percentuali in più di quanto veniva registrato nei dieci anni precedenti la crisi.

La struttura produttiva nei bilanci delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro)



Il costo del lavoro nei bilanci delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

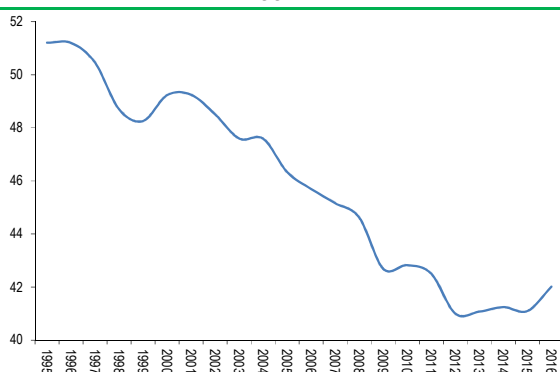
La dinamica non favorevole del costo del lavoro ha penalizzato il risultato lordo di gestione, misura del margine operativo conseguito dalle imprese nello svolgimento della propria attività, che negli ultimi anni è aumentato solo leggermente, fermandosi sotto i 320 miliardi di euro e registrando una flessione prossima al 4% nel confronto con il 2008. La quota di profitto delle società non finanziarie, data dal rapporto tra il risultato lordo di gestione e il valore aggiunto, sebbene sia cresciuta, raggiungendo il 42%, rimane su livelli storicamente bassi e quasi 10 punti percentuali al di sotto dei valori della metà degli anni Novanta.

Un sostegno al risultato economico delle imprese è, invece, giunto dai bassi tassi d'interesse: gli interessi passivi, che prima della crisi erano cresciuti rapidamente, superando i 70 miliardi di euro, si sono ridotti sensibilmente, scendendo a 14 miliardi nel 2016. All'inizio della crisi, gli interessi assorbivano oltre un quinto del risultato lordo di gestione; nel 2016, siamo scesi poco sopra il 4%. L'onere medio del debito, calcolato come incidenza degli interessi passivi sui debiti finanziari, è sceso da sopra l'8% della metà degli anni Novanta, a oltre il 6% del 2008, a poco più dell'1% del 2016, il livello più basso degli ultimi venti anni.

L'aumento dei volumi produttivi non si è, dunque, accompagnato ad un evidente miglioramento della redditività, rimasta su livelli storicamente bassi, come segnalato anche dal reddito lordo da impresa, misura che approssima l'utile prima delle imposte della contabilità aziendale al lordo degli ammortamenti: nonostante il moderato recupero degli ultimi anni, che ha portato il valore complessivo dal minimo di 326 miliardi di euro toccato nel 2012 a 346 miliardi nel 2016, mancano ancora circa 25 miliardi di utile per tornare sui livelli raggiunti nel periodo precedente la crisi. L'incidenza del reddito lordo da impresa sul valore della produzione ha leggermente recuperato, salendo al di sopra del 16% ma rimanendo circa 2 punti percentuali al di sotto dei livelli della prima metà degli anni Duemila.

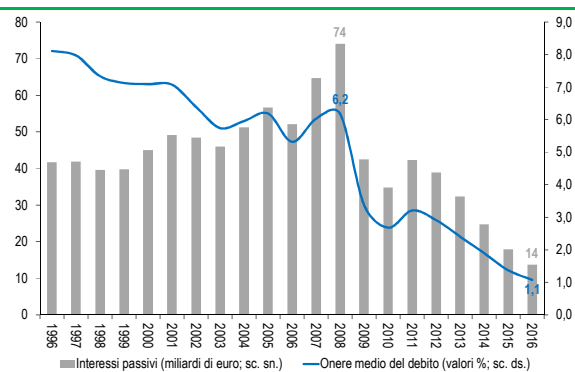
La redditività delle società non finanziarie italiane

(quota di profitto: risultato lordo di gestione in % del valore aggiunto lordo)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Gli interessi passivi nei bilanci delle società non finanziarie italiane



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

Un ultimo aspetto merita di essere sottolineato: nel corso degli ultimi anni, le imprese italiane hanno tratto beneficio dalla riduzione, sebbene moderata, della tassazione complessiva. Nel 2016, le società non finanziarie hanno pagato 50 miliardi di euro di imposte e tasse, a fronte degli oltre 60 del 2012 e degli oltre 70 del 2007 e del 2008. La flessione ha interessato le imposte sulla produzione, grazie anche all'esclusione del costo del lavoro dalla base imponibile IRAP, mentre quelle sul reddito e sul patrimonio sono rimaste sostanzialmente stabili. Nel 2016, le imposte e tasse hanno assorbito il 16% del risultato lordo di gestione, 7 punti percentuali in meno del massimo raggiunto nel 2007.

Pochi investimenti, molta liquidità, ancora troppi utili distribuiti

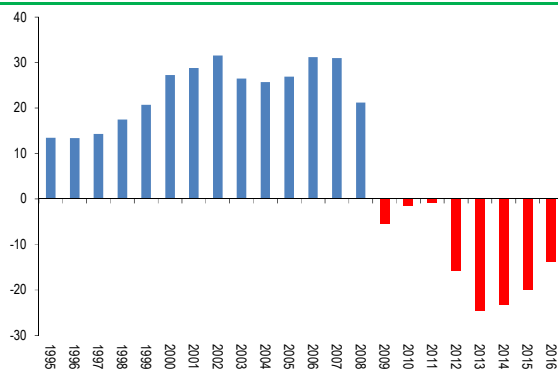
Dalla lettura dei conti economici emerge con chiarezza quale sia la principale criticità che caratterizza le imprese italiane: la carenza di investimenti. Nel 2016, le società non finanziarie hanno effettuato 149 miliardi di euro di investimenti, 11 in più del minimo del 2013, ma 23 in meno del massimo del 2007. Il tasso di investimento, che fornisce una misura di quanta parte del valore aggiunto viene destinata agli investimenti, ha recuperato negli ultimi anni solo 0,2 punti percentuali, avvicinandosi al 20%, ma rimanendo circa 4 punti al di sotto del valore raggiunto nel periodo precedente la crisi.

Per una corretta valutazione sulla dimensione degli investimenti che le imprese stanno effettuando, è, però, opportuno allargare il ragionamento, considerando anche gli

ammortamenti, che misurano l'invecchiamento del capitale esistente. In condizioni normali, i nuovi investimenti dovrebbero essere tali da compensare l'invecchiamento del capitale, oltre ad aggiungere nuova capacità produttiva. Questo era quello che accadeva nel periodo precedente la crisi: tra il 1995 e il 2008, ogni anno in media il valore dei nuovi investimenti eccedeva gli ammortamenti di quasi 25 miliardi di euro. Negli ultimi otto anni, i nuovi investimenti non sono stati, invece, neanche sufficienti a compensare l'invecchiamento del capitale esistente. Questa tendenza si è accentuata nell'ultimo periodo, con un deficit medio annuo pari a circa 20 miliardi, descrivendo un sistema che nel complesso sta gradualmente perdendo capacità produttiva.

Gli investimenti netti delle società non finanziarie italiane

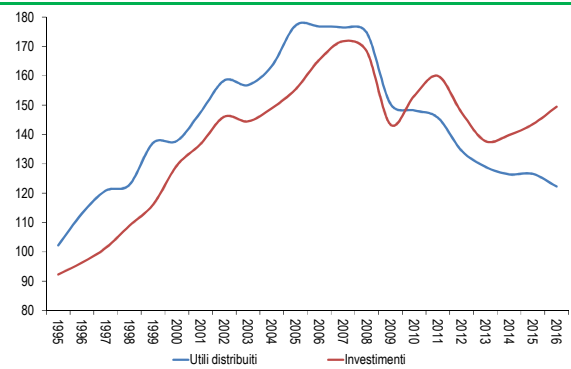
(miliardi di euro; investimenti al netto degli ammortamenti)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Gli investimenti e gli utili distribuiti delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

La carenza di investimenti aziendali è un fenomeno complesso, risultato di diversi fattori, sul quale non sembra, però, avere un peso rilevante la disponibilità o meno delle risorse necessarie. All'interno dei conti delle imprese, emergono, infatti, ampie disponibilità destinate a finalità diverse dalla realizzazione di investimenti produttivi.

Una prima conferma emerge analizzando le politiche dei dividendi poste in essere dalle imprese. Sebbene dallo scoppio della crisi le aziende italiane abbiano ridotto in maniera significativa la quota di ricchezza prodotta assegnata agli azionisti, l'importo distribuito risulta ancora rilevante. Nel 2008, quasi la metà del reddito lordo da impresa era stata destinata alla remunerazione del capitale, sotto forma di dividendi, redditi prelevati o altre forme di assegnazione degli utili; nel 2016, siamo scesi al 35%. Nonostante questo ampio taglio, tra il 2013 e il 2016, sono stati distribuiti più di 120 miliardi di euro ogni anno, un ammontare non molto distante dal valore dei nuovi investimenti e, comunque, ancora più alto di quanto veniva distribuito agli azionisti nella seconda metà degli anni Novanta.

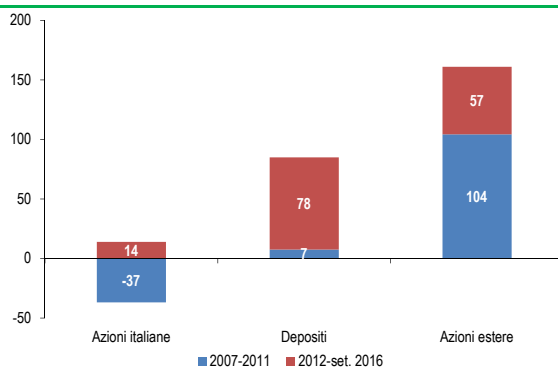
Sulle decisioni di investimento pesa, però, anche la persistente incertezza che caratterizza lo scenario, portando le imprese ad accantonare parte delle risorse disponibili in riserve di liquidità, piuttosto che in capitale produttivo. È quanto emerge da una lettura della composizione delle attività finanziarie detenute dalle aziende italiane.

Negli anni precedenti la crisi, il valore delle attività finanziarie delle imprese era cresciuto in maniera significativa, passando da quasi 800 miliardi di euro nel 1995 a oltre 1.700 nel 2006. Di questi, circa il 40% era rappresentato dalle azioni e

partecipazioni, per una buona parte costituite da titoli non quotati nei mercati regolamentati. Un altro 40% veniva assorbito dai crediti commerciali, mentre nei depositi erano accantonati come riserva di liquidità circa 200 miliardi, pari a poco più del 10% del totale. Oggi, la situazione appare diversa. Il valore complessivo, dopo essersi ridotto in maniera significativa durante la prima recessione, ha recuperato leggermente, stabilizzandosi poco sopra i 1.600 miliardi, un livello ancora inferiore al massimo raggiunto nel periodo precedente la crisi. Il peso delle azioni è sceso sotto il 35%, non come conseguenza di una minore attenzione alle partecipazioni in altre imprese, quanto piuttosto come risultato della brusca caduta delle quotazioni. Negli ultimi dieci anni, quasi 140 miliardi di nuove risorse sono state destinati dalle imprese alla partecipazione al capitale di altre aziende, mentre il valore complessivo dell'investimento azionario si è ridotto di quasi il 20%. Un peso simile a quello delle azioni viene oggi registrato per i crediti commerciali, mentre è aumentato molto rispetto al passato quello delle riserve di liquidità. Solo negli ultimi cinque anni, le imprese italiane hanno accantonato circa 80 miliardi di nuove risorse nei depositi, portando il saldo complessivo vicino ai 320 miliardi ed arrivando a destinarvi circa un quinto del valore totale delle attività finanziarie.

Le attività finanziarie delle società non finanziarie italiane

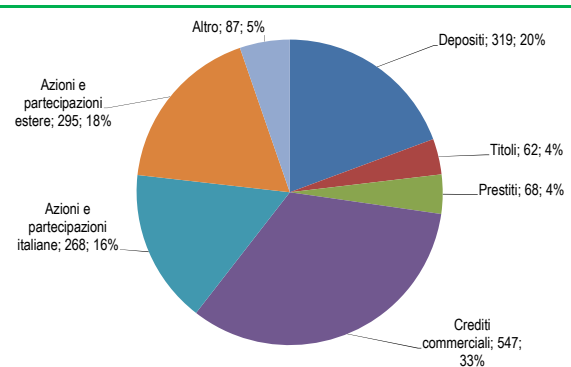
(miliardi di euro; flussi; valori cumulati)



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

Le attività finanziarie delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro e % del totale; set. 2016)



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

La carenza di investimenti è, però, anche il risultato di un più profondo processo di internazionalizzazione, che porta sempre più spesso le imprese a concentrare l'attenzione verso mercati e paesi esteri, destinandovi una quota crescente delle proprie risorse. Questa tendenza appare evidente andando ad analizzare quanto accaduto alla composizione delle azioni e partecipazioni detenute dalle imprese italiane considerando la localizzazione geografica dell'investimento. Nel 2006, dei quasi 690 miliardi di valore delle azioni e partecipazioni circa 550 erano riferiti a società residenti in Italia. Si trattava, dunque, della rappresentazione contabile di gruppi di imprese operanti per la maggior parte all'interno del Paese. Le azioni e partecipazioni in società estere assorbivano, infatti, solo un quinto del totale. Nel 2016, la situazione appare diversa: il valore delle azioni e partecipazioni in società estere si è avvicinato ai 300 miliardi, superando quello delle imprese italiane, sceso sotto i 270 miliardi. Un cambiamento spiegato da due fattori. Le quotazioni delle azioni e partecipazioni in imprese residenti in Italia hanno subito una brusca flessione, che, nell'insieme degli ultimi dieci anni, si è avvicinata al 50%, mentre quella delle azioni estere si è fermata al

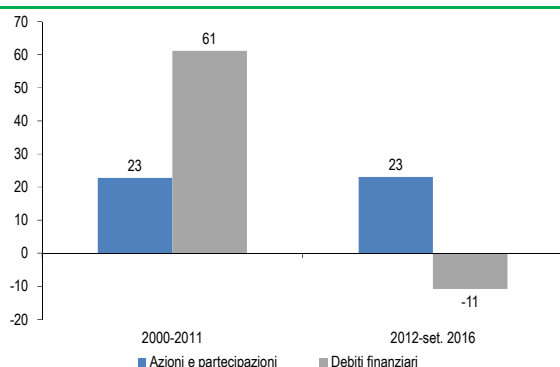
5%. Si è, però, assistito anche ad un radicale spostamento delle risorse: tra il 2007 e il 2016, le imprese italiane hanno destinato oltre 160 miliardi di nuove risorse al capitale di aziende straniere, mentre circa 20 miliardi sono stati prelevati dalle partecipazioni in aziende italiane.

Più capitale meno debito nelle imprese italiane

Dallo scoppio della crisi, le imprese italiane hanno iniziato un processo di graduale rafforzamento della struttura finanziaria, aumentando il capitale e riducendo i debiti. Un orientamento frutto sia delle maggiori difficoltà nell'ottenimento di nuovi debiti finanziari sia degli effetti delle norme approvate nel corso degli anni, che hanno reso sostanzialmente indifferente da un punto di vista fiscale la scelta tra capitale di debito e capitale proprio.

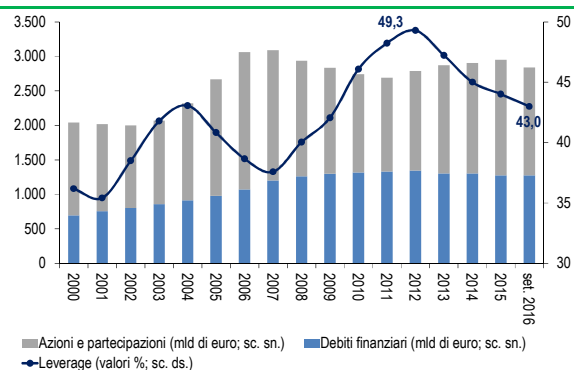
Debito e patrimonio nei conti finanziari delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro; flussi; valori medi annui)



Il grado di indebitamento delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro e % del totale)



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

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

Tra il 2000 e il 2011, i debiti finanziari delle società non finanziarie erano quasi raddoppiati, passando da 694 a 1.334 miliardi di euro. Un processo che si era solo gradualmente attenuato con lo scoppio della prima recessione. Tra il 2000 e il 2007, i flussi di nuovi debiti avevano superato in media ogni anno i 75 miliardi, mentre tra il 2008 e il 2011 si era passati intorno ai 30. Negli ultimi cinque anni, la situazione è cambiata: le imprese hanno iniziato a ridurre i propri debiti, con un ritmo medio annuo pari a circa 10 miliardi, scendendo intorno ai 1.280 miliardi a dicembre 2015, per poi mantenerli sostanzialmente invariati nei nove mesi successivi.

A fronte di debiti in calo, il capitale delle imprese, rappresentato dalle azioni e partecipazioni, ha, invece, continuato a beneficiare dell'apporto di nuove risorse, per un valore medio annuo che anche nell'ultimo periodo si è mantenuto al di sopra dei 20 miliardi di euro. Il valore complessivo delle azioni e partecipazioni ha, però, risentito delle fluttuazioni delle quotazioni, scendendo a settembre 2016 a 1.562 miliardi, oltre 420 miliardi al di sotto del massimo degli ultimi venti anni, raggiunto nel 2006.

Tra il 2000 e il 2011, ogni anno i debiti finanziari delle imprese italiane erano aumentati in media di un importo pari a circa 3 volte l'ammontare delle risorse destinate al capitale; negli ultimi cinque anni, i debiti si sono ridotti, mentre gli apporti di nuove risorse al capitale sono rimasti sostanzialmente invariati, favorendo una graduale riduzione del grado di indebitamento. Il leverage delle imprese italiane, misurato dal

rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio, depurando il tutto dagli effetti delle oscillazioni delle quotazioni, è sceso al 43% a settembre 2016, dopo aver superato il 49% nel 2012. Il 43% delle imprese italiane si confronta, però, con valori inferiori al 40% per quelle francesi, tedesche e spagnole.

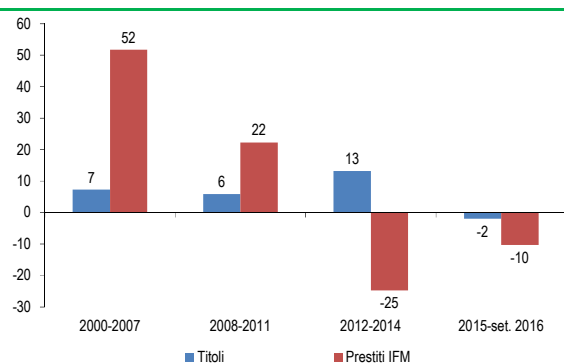
Dopo la crisi, meno banche ma anche meno obbligazioni per le imprese italiane

Con il passare degli anni, la composizione dei debiti finanziari delle imprese italiane è cambiata profondamente, anche come conseguenza degli effetti della crisi. Nell'ultimo periodo, alcuni di questi processi sembrano, però, aver perso vigore.

Un primo aspetto riguarda l'allungamento delle scadenze del debito, un fenomeno in corso da oltre venti anni. Nel 1995, quasi il 60% dei 514 miliardi di euro di debiti finanziari delle imprese era a breve termine. All'inizio della crisi, questa percentuale era scesa sotto il 40%. Negli ultimi otto anni, i debiti a breve si sono costantemente ridotti, passando da 457 miliardi nel 2008 a 364 a settembre 2016, mentre quelli a lungo sono aumentati, superando i 910 miliardi ed arrivando a rappresentare più del 70% del totale.

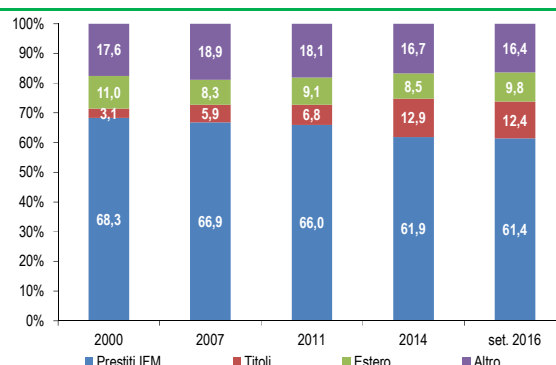
Prestiti bancari e titoli obbligazionari nei conti finanziari delle imprese italiane

(miliardi di euro; flussi; valori medi annui)



La composizione dei debiti finanziari delle imprese italiane

(% del totale)



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

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

Guardando la composizione dei debiti finanziari delle imprese italiane per tipologia di strumento sembra, invece, essersi interrotto, o quanto meno rallentato, il passaggio dal credito bancario al finanziamento diretto sul mercato, tramite l'emissione di prestiti obbligazionari. Un processo che durante la crisi aveva registrato un'accelerazione.

Nel 2000, i debiti bancari delle imprese erano pari a 474 miliardi di euro, mentre il valore dei titoli obbligazionari superava di poco i 20 miliardi. Le banche garantivano, quindi, quasi il 70% del totale dei debiti finanziari delle imprese; la quota delle obbligazioni si fermava al 3%. Negli anni successivi, tra il 2000 e il 2007, i debiti bancari aumentarono ad un ritmo medio annuo pari a circa 50 miliardi, superando nel 2007 gli 800 miliardi. Le nuove emissioni di obbligazioni superarono i 7 miliardi, favorendo un aumento del peso sul totale, che nel 2007 aveva raggiunto il 6%. Durante la prima recessione, la situazione cambiò solo leggermente: i debiti bancari continuarono a crescere di oltre 20 miliardi l'anno, le obbligazioni di 6. Il contributo delle banche al finanziamento delle imprese italiane si stabilizzò, dunque, intorno al 65%, quello dei titoli raggiunse il 7%. La crisi dei debiti sovrani cambiò, invece,

radicalmente la situazione, favorendo il ricorso al finanziamento diretto sul mercato. Tra il 2012 e il 2014, i debiti bancari scesero in media ogni anno di 25 miliardi, mentre le obbligazioni aumentarono di 13. Negli ultimi due anni, le imprese sembrano, però, aver iniziato a seguire un nuovo percorso: il calo dei debiti bancari è proseguito, perdendo, però, di intensità, mentre le emissioni nette di obbligazioni sono diventate negative. A settembre 2016, il valore dei debiti bancari è sceso a 783 miliardi, quasi 100 in meno del 2011, con una quota sul totale dei debiti finanziari stabile al di sopra del 60%, quello dei titoli è tornato sotto i 160 miliardi, con un peso che, dopo aver raggiunto il 13%, si è ridotto al 12,4%.

La spiegazione di questo nuovo orientamento può essere trovata analizzando le politiche di finanziamento delle imprese guardando, però, alla loro dimensione. Il ricorso all'emissione di prestiti obbligazionari riguarda ancora prevalentemente le grandi imprese, che sono riuscite nell'ultimo periodo a trarre vantaggio da condizioni sui mercati finanziari particolarmente vantaggiose, andando a sostituire i debiti bancari con titoli obbligazionari. Le piccole imprese, nonostante il lancio di nuovi strumenti, vi hanno fatto, invece, ricorso con maggiore difficoltà. Oggi, come sottolineato dalla Banca d'Italia, le grandi imprese si trovano nelle condizioni di riuscire a soddisfare le proprie esigenze finanziarie con l'autofinanziamento, riducendo in maniera significativa il ricorso al mercato e contribuendo a spiegare il brusco rallentamento registrato dalle emissioni di nuove obbligazioni.

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

