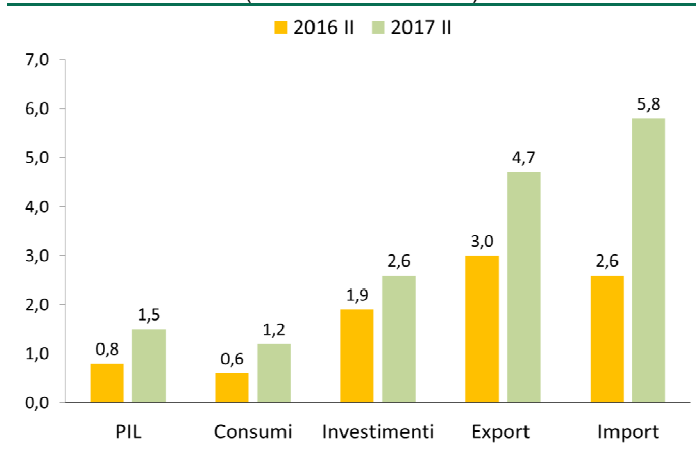


Italia: il PIL e le sue componenti

(var. % anno su anno)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Istat

Cambiare “storytelling”: dopo i dati positivi usciti in estate sul PIL italiano, il racconto di un’economia italiana che non cresce va riscritto. Se nell’estate del 2016 la crescita italiana si fermava alla metà di quella dell’area euro, oggi la proporzione è salita ai due terzi. **Consistente ed estesa a più di una componente, la crescita italiana potrà consolidarsi traendo vantaggio anche da una progressiva ripresa della domanda di credito** favorita dal miglioramento della fiducia e dal rilancio degli investimenti.

Lo scenario economico registra segnali di miglioramento. **In Italia la quota di imprese industriali che ha realizzato utili nel 2016 si è posizionata su livelli storicamente elevati. Al miglioramento della condizione delle imprese contribuisce la riduzione del costo dei finanziamenti bancari, discesa che in Italia risulta sensibilmente più intensa di quanto rilevabile altrove in Europa.** Il differenziale tra Italia e Eurozona che nella prima metà del 2015 superava il mezzo punto percentuale e che dodici mesi dopo era pari ancora a 31 centesimi, nella prima metà dell’anno in corso risulta ridotto a soli 13 centesimi.

n. 30 05 settembre 2017



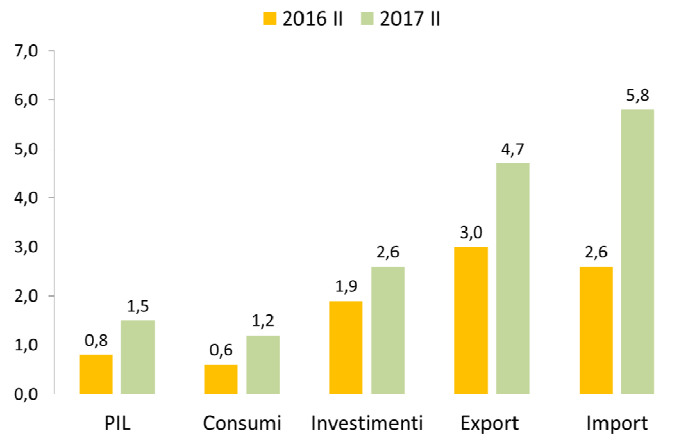
BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Editoriale: Cambiare storytelling

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

Italia: il PIL e le sue componenti
(var. % anno su anno)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Istat

La narrazione va cambiata. Senza montarsi la testa, ma dopo i dati positivi di PIL usciti in estate la storia di un'Italia senza crescita non regge più. Qualcuno, prudente, parla di crescita povera. Si potrebbe altrimenti definirla una crescita sobria, che dimostra di saper far uso di risorse scarse e di aiuti esterni alquanto limitati. Una crescita sobria, che merita attenzione nei suoi aspetti di forza e nei suoi limiti. Guardando avanti, alla stagione autunnale dei budget per l'anno a venire, dei piani di azione dei governi e dei progetti di investimento delle imprese, dalle grandi aziende alle unità di minore dimensione.

Con i comunicati diffusi in agosto e settembre l'Istat ha fissato i numeri del ritorno della crescita italiana su misure non più così distanti da quello che è il ritmo europeo di sviluppo. Se nell'estate del 2016 il nostro +0,8% era la metà esatta dell'aumento annuo del PIL dell'eurozona, oggi il nostro +1,5% corrisponde ai due terzi della crescita dell'unione monetaria. Il miglioramento della performance economica dell'Italia appare distribuirsi su tutte le principali componenti, dagli investimenti, ai consumi e alle esportazioni. Nella fisiologia di una ripresa relativamente bilanciata, anche l'accelerazione dell'import non rappresenta un fattore di rischio visto che gli aumentati acquisti dall'estero contribuiscono in buona misura a soddisfare una ritrovata domanda di beni strumentali e, quindi, di investimenti.

Bene in quanto consistente ed estesa. Ma una crescita tendenziale di un punto e mezzo o più potrà durare? Statisticamente le basi ci sono, se si guarda ai ritmi congiunturali di espansione che nei conti dell'Istat segnano ora un +0,4% in ciascuno degli ultimi tre trimestri. Se un analogo incremento fosse mantenuto anche nel

prossimo anno e mezzo, l'Italia non avrebbe difficoltà a consolidare il ritrovato punto e mezzo di crescita annua nel 2017 e nel 2018. Per riuscire nell'intento l'economia italiana potrà contare in una qualità per lungo tempo nascosta ed oggi più visibile. Quella di saper crescere con poco.

Oggi l'Italia torna a crescere a ritmi compresi tra l'uno e il due per cento dopo cinque anni in cui il nostro deficit pubblico è stato in media di qualche decimo inferiore al tre per cento del PIL, meno della metà di quel sei per cento segnato dalla Spagna e al di sotto dei quasi quattro punti rilevati per la Francia. Nei prossimi trimestri sia la Spagna sia la Francia dovranno confrontarsi con la sfida di un non più rinviabile rientro dalla procedura per deficit eccessivo. Anche per l'Italia il confronto con l'obiettivo di ulteriori riduzioni dei deficit pubblici non sarà facile, ma in una situazione di ben più lunga consuetudine all'esercizio di correzioni al ribasso e di aggiustamenti mirati dei conti.

Potremo far tesoro della capacità di crescere con poco, con riguardo ai debiti pubblici e ai finanziamenti privati. Se oggi il PIL italiano cresce grosso modo quanto il PIL francese, a luglio i prestiti alle società non finanziarie aumentano sull'anno di meno dell'un per cento in Italia mentre crescono di ben cinque punti percentuali in Francia. In Italia, al netto delle sofferenze, negli ultimi cinque anni i prestiti vivi alle imprese sono calati di circa duecento miliardi, di cui quaranta nel segmento delle piccole imprese. Nello stesso tempo i depositi delle imprese sono aumentati di una novantina di miliardi. La macchina della crescita si è rimessa in moto utilizzando molte meno risorse, proprie o prese a prestito. L'auspicio, guardando avanti, è che il consolidarsi della ripresa e della fiducia possa ridare tono alla domanda di nuovo e buon credito e favorire l'accelerazione dello smaltimento degli NPL, i crediti deteriorati dal decennio di crisi.

Le piccole imprese sono attori fondamentali nel dinamismo e nello sviluppo di un'economia, ma la disponibilità del credito per le piccole imprese è penalizzata dall'insufficiente solidità delle "credit histories" delle aziende di minore dimensione. Il punto è stato autorevolmente sollevato, non più tardi di qualche settimana fa, da Janet Yellen, Presidente della Federal Reserve al summit annuale di Jackson Hole¹. Non meno che in America, anche in Italia occorre che la nuova narrazione della crescita sobria non dimentichi il ruolo delle piccole imprese. Per innescare innovazione e opportunità di lavoro, specie per i giovani. Per proseguire nell'allentamento del vincolo finanziario intrapreso con successo lungo la via che va dai mini-bond ai PIR. Per passare dal crescere con poco al crescere per molti.

¹ Janet Yellen, Financial Stability a Decade after the Onset of the Crisis, intervento al simposio su "Fostering a Dynamic Global Recovery," Jackson Hole, Wyoming, 25 agosto 2017.

La ripresa economica alla vigilia del possibile mutamento dello scenario finanziario

S. Carletti – silvano.carletti@bnlmail.com

Lo scenario economico internazionale continua a registrare segnali di miglioramento. L'eurozona condivide largamente questo clima favorevole. L'Italia, da parte sua, è tra i paesi per i quali la previsione economica viene rivista più decisamente al rialzo, un orientamento che ha trovato ulteriore supporto nella crescita conseguita nel secondo trimestre 2017 recentemente diffusa.

Negli ultimi anni le imprese italiane hanno dato evidenti segnali di ripresa. La quota di imprese che dichiara di aver realizzato utili nel 2016 è risultata pari al 73%, un valore storicamente elevato e oltre 4 punti percentuali in più rispetto all'anno precedente. Ancora difficile rimane la condizione delle imprese di costruzioni per le quali la stessa percentuale scende al 58%.

Le migliorate condizioni operative hanno prodotto evidenti riflessi sul profilo finanziario delle imprese. Lo testimonia, tra l'altro, la loro dotazione di liquidità finanziaria: alla fine di giugno le imprese italiane risultavano titolari di circa 250 miliardi di depositi bancari e di quasi 72 miliardi di titoli (valore nominale), per un totale quindi di 322 mld, con una crescita del 10% nell'arco dei dodici mesi.

Al miglioramento della condizione finanziaria delle imprese contribuisce la riduzione del costo dei finanziamenti bancari, discesa in Italia sensibilmente più intensa di quanto rilevabile altrove in Europa: alla fine del giugno scorso, il tasso medio ponderato applicato ai prestiti alle imprese risultava nell'arco dei 12 mesi diminuito in Italia di 28 centesimi (a 1,87%) a fronte dei 14 dell'insieme dell'eurozona, dei 12 della Germania, dei 10 della Spagna, dei 7 della Francia. Il differenziale tra Italia e Eurozona che nella prima metà del 2015 superava il mezzo punto percentuale e che dodici mesi dopo era pari ancora a 31 centesimi, nella prima metà dell'anno in corso risulta ridotto a soli 13 centesimi.

L'economia mondiale continua a consolidare la fase di ripresa in corso da qualche tempo. Nello scenario messo a punto a luglio dagli economisti del Fondo Monetario Internazionale² si ipotizza per il biennio 2017-18 una crescita annua del 3,5-3,6%, sintesi di un incremento del 2% dei paesi avanzati e del 4,7% di quelli emergenti.

Tre sono gli aspetti di questo scenario da sottolineare. Il primo è che rispetto al precedente esercizio previsivo (aprile 2017) le revisioni sono quasi esclusivamente di segno positivo; là dove questo non avviene (Regno Unito, Arabia Saudita, Brasile) la causa è soprattutto individuabile in eventi economico-politici di natura locale. Un secondo aspetto da evidenziare è che questa ripresa ciclica risulta relativamente diffusa, seppure a Cina e India debba ancora essere ricondotta circa metà della crescita globale. Queste due indicazioni positive sono stemperate dalla constatazione che il recupero del dinamismo sperimentato nel decennio precedente la crisi del 2008-09 è obiettivo ancora lontano tanto per i paesi economicamente più avanzati (2,5% il loro tasso di crescita annuo nel decennio 1999-2008) quanto per quelli emergenti (6,2%).

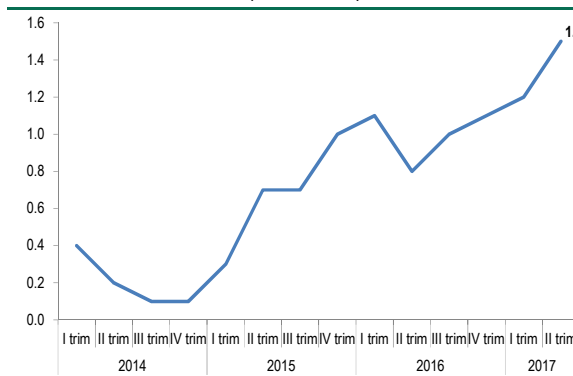
L'eurozona condivide largamente questo clima favorevole. Secondo le stime di Eurostat, nel secondo trimestre di quest'anno l'area avrebbe sperimentato un tasso di crescita annuo del 2,2% (1,9% nel trimestre precedente), il migliore risultato negli ultimi

² FMI, WEO Update, luglio 2017.

cinque anni. La ripresa si accompagna con segnali di risveglio sul fronte dei prezzi (in luglio, indice generale a 1,3%, *core inflation* a 1,2%) e un tasso di disoccupazione (9,1%) diminuito di un punto percentuale nell'arco di un anno e tornato ai livelli precedenti la crisi economico-finanziaria del 2008-09. Per questi (ed altri) indicatori le differenze tra le diverse realtà nazionali si confermano tuttavia molto ampie.

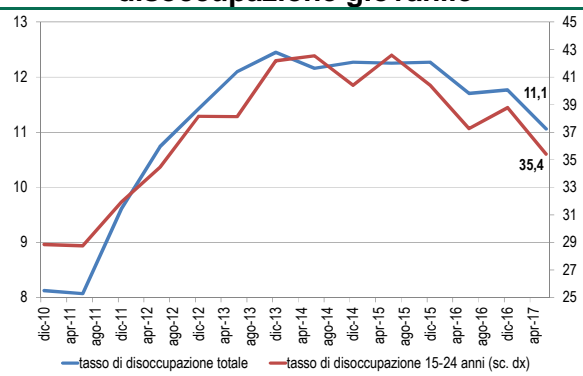
L'Italia è tra i paesi per i quali la previsione della crescita viene rivista più decisamente al rialzo (nello scenario di luglio del Fmi, +0,5 punti percentuali per il 2017, +0,2 pp per il 2018). Il dato comunicato dall'ISTAT relativo al trimestre aprile-giugno (+1,5% il tasso annuo) conferma l'opportunità di questa revisione in senso favorevole. La forza della domanda interna spinge le importazioni e rende negativo il contributo della componente estera netta. È però opportuno evidenziare l'andamento delle vendite all'estero cresciute dell'8% a/a nella prima metà dell'anno (+7,2% quelle all'interno della Ue, +9,1% quelle dirette verso il resto del mondo); diversamente da quanto verificato fino al 2009, l'espansione delle esportazioni risulta da tempo superiore a quanto giustificato dalla dinamica della domanda dei mercati di sbocco. Sulla base del trend registrato nella prima metà dell'anno, la crescita già acquisita dall'Italia per il 2017³ è pari all'1,2%.

Italia: la crescita del PIL
(var % a/a)



Fonte: ISTAT

Italia: disoccupazione totale e disoccupazione giovanile



Fonte: ISTAT

Se da un lato la prosecuzione del processo di recupero (in corso da due anni e mezzo) alimenta ottimismo, dall'altro lato il dinamismo economico del nostro Paese risulta ancora sensibilmente inferiore rispetto alla media dell'eurozona (1,5% vs 2,2%). Inoltre per alcuni indicatori il processo di rientro verso una condizione di normalità è decisamente lento: è il caso, ad esempio, del tasso di disoccupazione generale (in flessione, ma all'ultima verifica ancora al di sopra dell'11%) e ancor più di quella giovanile (a luglio al 35% in Italia, un livello quasi doppio rispetto al dato dell'eurozona).

Imprese: migliora il contesto di mercato

Accertare lo spessore di questa fase di ripresa è di sicuro interesse considerato che essa da un lato si pone al termine di un prolungato periodo di straordinaria difficoltà, (soprattutto nel caso dell'Italia), dall'altro lato, trae forza da politiche monetarie espansive di intensità mai prima sperimentata. Sebbene nei loro recenti interventi (ad esempio, la conferenza di Jackson Hole) i vertici della Bce non vi abbiano fatto cenno,

³ Crescita annua che si otterrebbe in presenza di una variazione congiunturale nulla nei restanti trimestri dell'anno.

è convinzione diffusa che questo orientamento accomodante (arrivato fino a determinare rendimenti nominali negativi) potrebbe essere in un futuro prossimo oggetto di revisione (termine/forte riduzione del Quantitative Easing; aumento dei tassi di riferimento).

Con riferimento al nostro Paese l'analisi deve inevitabilmente concentrarsi sulle imprese non finanziarie. In presenza di una contenuta dinamica dei volumi e dei prezzi di vendita le aziende italiane stanno consolidando un diffuso recupero di redditività. Secondo quanto evidenziato da un'indagine della Banca d'Italia⁴, la quota di imprese che dichiara di aver chiuso il 2016 realizzando utili è risultata pari al 73%, un valore storicamente elevato e oltre 4 pp in più rispetto all'anno precedente.



Negli ultimi cinque anni la percentuale di imprese in perdita si è dimezzata, scendendo nel 2016 al 14%. Nel caso del comparto manifatturiero la quota delle imprese in utile si attesta al 76%; in alcuni settori questa quota è anche più alta, risultando prossima (metalmeccanico) o anche superiore all'80% (chimica, gomma e plastica). La quota delle imprese che nel 2016 ha realizzato profitti non muta sensibilmente se si guarda alle imprese manifatturiere con un deciso orientamento ai mercati esteri oppure a quelle rivolte prevalentemente al mercato interno (esportato meno di un terzo della produzione). Se si considera la dimensione aziendale, la quota delle grandi imprese (oltre 500 addetti) che ha conseguito un risultato economico positivo (80%) è quasi 9 pp al di sopra di quanto riscontrabile per le piccole imprese (20-49 addetti), una differenza relativamente contenuta se confrontata con quanto avvenuto nel corso dell'ultimo decennio. Malgrado qualche segnale di miglioramento, rimane ancora difficile la condizione delle imprese del settore delle costruzioni che solo nel 58% dei casi dichiarano di aver chiuso l'esercizio in utile, quindi quasi 20 punti percentuali in meno rispetto alle imprese manifatturiere. Gli investimenti sono tra le grandezze macroeconomiche che più hanno risentito della crisi apertasi nel 2008-09. Nel 2014 il rapporto tra investimenti totali e prodotto ha toccato il minimo dal dopoguerra (17%). Nel periodo più recente si sono osservati segni di ripresa riconducibili prevalentemente alle imprese con meno di 250 addetti. In particolare, il ritmo di accumulazione è stato eccezionalmente intenso tra le imprese con meno di 50 addetti, presumibilmente

⁴ Si tratta dell'indagine INVIND che coinvolge poco meno 5000 imprese (settore manifatturiero, costruzioni, servizi privati non finanziari).

riflettendo il possibile venir meno (a fine 2016) di importanti misure di incentivo, alcune delle quali connesse con la dimensione aziendale, misure invece poi prorogate. Il 45% delle imprese ha beneficiato di almeno una delle misure in vigore lo scorso anno (nuova Sabatini, credito d'imposta, super-ammortamento), con il super-ammortamento il provvedimento più utilizzato (da qui la sua possibile proroga di un anno). È però da evidenziare che in assenza di provvedimenti incentivanti solo una quota limitata di imprese avrebbe rinunciato all'investimento (appena il 3%) o lo avrebbe realizzato in misura più ridotta; entrambe queste quote risultano più elevate tra le imprese di minore dimensione.

Segnali di ripresa si intravedono anche dal lato degli investimenti pubblici. L'importo complessivo dei bandi di gara, il primo passo della catena di realizzazione delle opere pubbliche, è risultato nei primi sette mesi di quest'anno superiore di circa il 3% rispetto al corrispondente dato del 2016. Questa crescita si è combinata con una forte riduzione dei progetti di importo rilevante (-26% quelli oltre i 50 milioni di euro) e un altrettanto significativo incremento di quelli di importo più contenuto (+20% quelli fino a 50 milioni di euro).

Imprese: miglioramento congiunturale del profilo finanziario

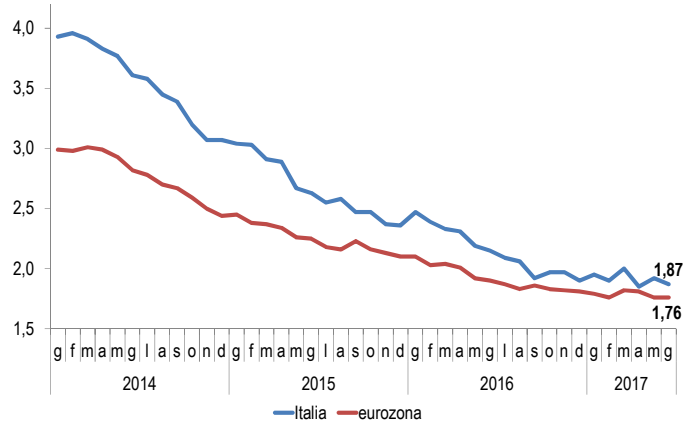
Le migliorate condizioni operative hanno prodotto evidenti riflessi sul profilo finanziario delle imprese. A questo proposito un primo aspetto da rilevare è la loro maggior liquidità: alla fine di giugno le imprese italiane erano titolari di circa 250 miliardi di depositi bancari e di quasi 72 miliardi di titoli (valore nominale), per un totale quindi di 322 mld, con una crescita del 10% nell'arco dei dodici mesi. Questa accresciuta liquidità è coerente con alcune condizioni di contesto: la migliorata accessibilità al credito, l'andamento non ancora tonico degli investimenti, il livello decisamente contenuto dei tassi bancari attivi. Le informazioni a disposizione non consentono di stabilire come questa accresciuta liquidità si distribuisca in relazione alla dimensione aziendale; analisi di fonti diverse e riferite anche a realtà straniere evidenziano che il fenomeno riguarda soprattutto (ma non esclusivamente) le aziende di maggiore dimensione.

Per quanto riguarda la dinamica del costo del credito, è opportuno rilevare che in Italia la discesa dei tassi è sensibilmente più intensa di quanto rilevabile altrove in Europa: alla fine del giugno scorso, il tasso medio ponderato applicato ai prestiti alle imprese risultava nell'arco dei 12 mesi diminuito in Italia di 28 centesimi (a 1,87%) a fronte dei 14 dell'insieme dell'eurozona, dei 12 della Germania, dei 10 della Spagna, dei 7 della Francia. Il differenziale tra Italia e eurozona che nella prima metà del 2015 superava il mezzo punto percentuale e che dodici mesi dopo era pari ancora a 31 centesimi, nella prima metà dell'anno in corso si è ridotto a soli 13 centesimi.

Causa ed effetto di questa accresciuta liquidità è il migliorato funzionamento del circuito dei pagamenti: la quota dei pagamenti effettuati al di là dei tempi regolari tende a ridursi sia nell'ambito privato che in quello pubblico⁵, e per ogni dimensione aziendale.

⁵ Tutte le pubbliche amministrazioni sono tenute a pagare le proprie fatture entro 30 giorni dalla data del loro ricevimento; per gli Enti del servizio sanitario nazionale il termine massimo di pagamento è fissato in 60 giorni. Negli ultimi anni, anche grazie all'introduzione della fatturazione elettronica, obbligatoria per tutte le pubbliche amministrazioni dal 31 marzo 2015, il numero delle pubbliche amministrazioni che paga i fornitori con tempi medi più lunghi di quelli previsti dalla normativa vigente si è sensibilmente ridotto. Più precisamente, nel 2016 i tempi occorsi per il pagamento delle fatture è stato pari in media a 58 giorni, mentre i tempi medi di ritardo si sono attestati a 16 giorni, il 30% in meno rispetto ai tempi medi del 2015.

**Area euro – Italia:
costo medio dei finanziamenti alle imprese**



Fonte: Bce

Imprese: l'interazione tra credito bancario e finanziamento con titoli di debito

Di più complessa lettura le indicazioni che provengono dall'andamento dei prestiti bancari. Se si considera l'aggregato al netto delle cessioni, delle cartolarizzazioni e dell'attività di cash pooling la dinamica dei finanziamenti alle imprese risulta nell'ultimo anno e mezzo sostanzialmente nulla (negli ultimi diciotto mesi il tasso annuo di crescita ha raggiunto appena due volte la soglia dell'1%).

La scarsa sensibilità dell'andamento del credito al migliorato clima congiunturale si deve a più circostanze, la prima delle quali è individuabile nell'attenuato ma non esaurito processo di deterioramento dei prestiti: all'ultima rilevazione (fine marzo), il ritmo annuo di crescita del flusso dei nuovi prestiti deteriorati delle imprese risultava pari al 3,6%, in evidente flessione ma comunque ancora su livelli quasi doppi rispetto agli anni pre-crisi.

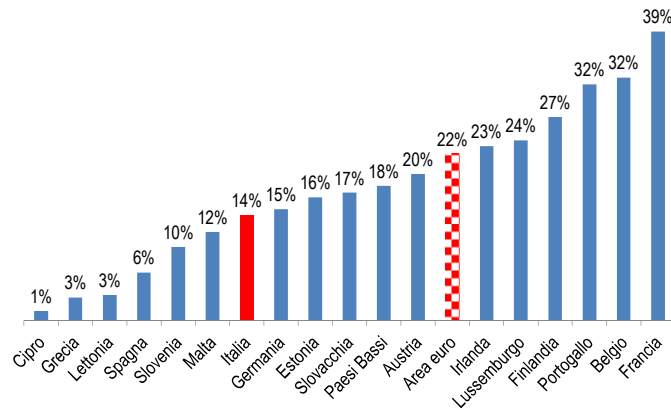
L'avviato ma ancora parziale processo di riduzione della rischiosità delle imprese è confermato anche dagli indicatori elaborati da istituti specializzati. Secondo CRIF Ratings⁶, il rischio di default delle imprese italiane (indice elaborato considerando tutti i possibili sintomi di difficoltà, da quelli meno gravi come il ritardo su pagamenti e rimborsi bancari fino alle procedure di insolvenza) continua a scendere e potrebbe ritrovarsi nel prossimo anno al di sotto dei livelli pre-crisi. Alcuni settori (ad esempio, agricoltura e commercio ma soprattutto costruzioni) si posizionano al di sopra del dato medio; viceversa, per settori come chimica e farmaceutica o anche quello delle utilities il rischio default è sensibilmente più ridotto di quanto sintetizzato dal dato medio.

Sull'andamento dei finanziamenti bancari alle imprese pesa anche il processo di rimodulazione del debito ed in particolare il più ampio ruolo del finanziamento con titoli di debito. Sul totale dei finanziamenti esterni, la quota dei *corporate bond* risultava alla fine del maggio scorso aver raggiunto in Italia il 14%, ben al di sopra della Spagna (6,4%) e quasi allineato al dato della Germania (14,9%); la media per l'intera eurozona è al 22% con paesi come il Belgio (32,5%) e soprattutto la Francia (prossima al 39%) ben al di sopra di questo livello. Nel caso italiano la velocità di crescita di questa quota risulta più che raddoppiata negli ultimi cinque anni (quasi 5 pp in più).

⁶ CRIF Ratings, Economic and Credit Outlook 2017-18, luglio 2017.

Corporate bonds: quota sul totale del finanziamento esterno delle imprese

(Valori %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

Se ci si concentra sugli ultimi dodici mesi risulta evidente come questo processo di ricomposizione del debito delle imprese abbia effettivamente indebolito la domanda di prestiti bancari. A fronte del già rilevato debole andamento di questi ultimi, lo stock dei *corporate bond* risulta cresciuto in Italia di quasi il 6%, un incremento di 6,9 mld. La forte riduzione del costo dei finanziamenti bancari prima segnalata ha limitato in Italia la crescita di questo mercato, come evidenziato da quanto avvenuto parallelamente nel resto del vecchio continente: negli ultimi dodici mesi, infatti, la crescita dello stock dei titoli di debito societari è stata di 7 mld in Spagna (+25%), di quasi 16 mld in Germania (+10,6%); la crescita verificatasi in Francia (52 mld, +9,3%) è da sola pari a tre quinti quella dell'intera eurozona (+7,6%).

Nell'ambito del mercato dei corporate bond un'attenzione particolare merita il mercato dei minibond. La continua crescita delle emissioni e soprattutto di quelle di importo più limitato (fino a 50 mln di euro), infatti, segnala che la diversificazione dei canali di finanziamento è strategia non più ristretta a pochi grandi gruppi ma coinvolge una platea di imprese sempre più ampia. A incentivare questo tipo di evoluzione ha contribuito, oltre alla predisposizione di un'adeguata cornice normativa, anche la politica monetaria decisamente accomodante delle banche centrali che ha indotto gli investitori finanziari a ricercare nuove forme di impiego. Nella prima metà di quest'anno sono state completate 25 emissioni di importo medio pari a circa a 6,5 mln e con durata inferiore ai quattro anni. Lo sviluppo non puramente congiunturale di questa classe di titoli di debito è evidenziato dal fatto che il perfezionamento delle emissioni è avvenuto in un contesto di mercato caratterizzato dalla già segnalata forte capacità competitiva dei finanziamenti bancari (in media la cedola assicurata dai minibond si è attestata al 4,70%, ben al di sopra quindi di quanto tipicamente richiesto per un finanziamento bancario).

Nell'immaginare la possibile evoluzione del comparto dei *corporate bond* in Italia al di là del dato congiunturale è opportuno tenere in considerazione due indicazioni che sottolineano come quello italiano sia un mercato ben lontano dalla maturità: la prima è che le imprese che stanno procedendo alle emissioni di importo limitato sono quasi sempre alla loro prima esperienza (nel 2016, è stato così in 6 casi su 7); la seconda è invece relativa ai grandi gruppi manifatturieri i quali, pur avendo una consolidata esperienza del mercato obbligazionario, vi fanno ricorso (quota delle obbligazioni sul

totale del debito esterno) in misura sensibilmente inferiore a quanto rilevabile per le analoghe imprese di Francia, Germania e Regno Unito, una differenza ampia ma ridottasi negli ultimi quattro anni.

Imprese: struttura finanziaria ancora vulnerabile

Il migliorato quadro congiunturale attenua ma certamente non risolve gli aspetti di strutturale fragilità del circuito imprenditoriale del nostro Paese, una fragilità che attiene sia al ciclo produzione-vendita sia, molto più frequentemente, alla struttura finanziaria. La vulnerabilità finanziaria delle imprese italiane appare ridimensionata rispetto ai momenti più acuti degli anni appena trascorsi ma può ancora condizionare il consolidamento dell'attuale ripresa.

È da tempo acquisito che la cosiddetta leva finanziaria⁷ si posizioni nel caso delle imprese italiane su livelli ben più elevati di quanto non si riscontri altrove nell'area euro, una caratteristica che la crisi apertasi nel 2008-09 ha accentuato. Dai conti finanziari nazionali si ricava che tra il 2000 e il 2014 questo indicatore è cresciuto in Italia di circa 12 punti percentuali, più del doppio di quanto registrato negli altri tre maggiori paesi dell'area, attestandosi alla fine del periodo al 46%, 11 punti percentuali più della Francia e 6-7 punti più di Spagna e Germania. La gravità della crisi ha indotto le imprese italiane ad impegnarsi in un processo di riduzione dell'indebitamento: rispetto al 2011, ad una recente verifica la leva finanziaria delle imprese italiane risulta ridotta in media di 7 punti percentuali.

Uno studio dello scorso anno⁸ ha cercato di qualificare meglio le differenze tra i paesi dell'eurozona, elaborando a questo proposito i dati di bilancio di circa un milione di aziende. Avendo come riferimento la situazione del 2013 e neutralizzando il differenziale determinato dalle peculiarità della struttura produttiva, la distanza nel valore della leva tra l'Italia e il resto dell'eurozona risulta quantificata in 10 punti percentuali (7,4 se si esclude la Francia le cui imprese si caratterizzano per un valore particolarmente contenuto di questo indicatore finanziario). Scomponendo questo dato medio in funzione della diversa dimensione aziendale (misurata con il totale attivo di bilancio) viene fuori che la diversità nel grado di *leverage* delle imprese italiane è massima per le micro e le piccole imprese (15 punti percentuali al di sopra della media dell'eurozona), è ancora significativa (intorno ai 10 punti percentuali) per le imprese medie e quelle grandi (attivo entro i €300 milioni), risulta di fatto trascurabile per le imprese di più ampie dimensioni (attivo oltre i €300 milioni). Di nuovo, queste differenze risultano significativamente ridotte se si esclude la Francia.

Le imprese italiane sono da tempo impegnate nel rafforzamento della loro struttura base patrimoniale. Nel triennio 2013-15 (ultimi disponibili) quelle con almeno 5 milioni di fatturato hanno incrementato la loro base patrimoniale di €56 mld (€18,5 mld nel solo 2015). Il migliorato contesto economico-finanziario lascia ipotizzare che questo processo di rafforzamento sia continuato anche nel biennio in corso. Nondimeno resta lontano l'obiettivo di €200 mld indicato come necessario dalla Banca d'Italia per allineare il valore della leva finanziaria delle imprese italiane a quanto prevalente altrove in Europa.

⁷ La leva finanziaria (o grado di leverage) è definito dal rapporto tra ammontare dei debiti finanziari (prestiti e titoli) e la somma di questa grandezza con il patrimonio.

⁸ A. De Socio – P. Finaldi Russo, The debt of Italian non-financial firms: an international comparison, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza n. 308, febbraio 2016.

Il tema della vulnerabilità finanziaria delle imprese è ovunque argomento rilevante, sia dove la correzione dello scenario finanziario è già cominciata (Stati Uniti) sia dove si intuisce che il momento della svolta non è più troppo lontano (eurozona).

Negli Stati Uniti, guardando al bilancio aggregato delle aziende componenti l'indice S&P 500 si ricava che negli ultimi dieci anni l'indebitamento è cresciuto del 114%, la dotazione di liquidità del 162%, il margine operativo lordo del 51%. L'entità di queste variazioni sottolinea una volta di più l'eccezionalità del ciclo finanziario attuale. Al tempo stesso aiutano a comprendere la frequente contrapposizione tra pessimisti (che richiamano l'attenzione sulla crescita dell'indebitamento arrivato per l'insieme delle imprese statunitensi a sfiorare \$8,5 trilioni) e ottimisti (che invece sottolineano soprattutto la dinamica delle altre due grandezze).

Sotto il profilo della vulnerabilità finanziaria uno degli aspetti da approfondire è quello delle società più indebitate, le cosiddette *zombie firms* (imprese economicamente non sostenibili, che pagano sul debito accumulato un ammontare di interessi che supera gli utili al lordo di interessi e imposte). Nella sua ultima relazione annuale la Banca dei Regolamenti Internazionali ha segnalato che la tra le imprese quotate nei 14 maggiori paesi industrializzati la loro frequenza supera (2015) in media il 10%, rispetto a meno del 6% nel 2007. Tra i paesi considerati c'è anche l'Italia, posizionata al di sopra del dato medio. Se da un lato è opinione prevalente che lo *zombie lending* non abbia contribuito in misura sostanziale ad aggravare le difficoltà degli anni più recenti, dall'altra parte non si nega che soprattutto le banche meno capitalizzate abbiano mostrato (per convenienze di natura contabile) una ridotta propensione a interrompere le relazioni di credito con le *zombie firms*⁹. È evidente che la fine della stagione caratterizzata da un costo dei finanziamenti particolarmente ridotto renderebbe ancor più critica la situazione di queste imprese.

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

⁹ Cfr Banca d'Italia, Relazione annuale, maggio 2017, Riquadro "Allocazione del credito e caratteristiche di impresa".