

Cosa raccontano i bilanci delle imprese industriali italiane? Investimenti a livelli pre-crisi e aumento della liquidità

Fabrizio Balda*, **Daniele Emiliani*** e **Ciro Rapacciuolo ****

- ◆ *Sulla base di un ampio campione di bilanci di imprese industriali italiane, risulta che la redditività operativa è praticamente tornata sui livelli pre-crisi, ma c'è minore disponibilità di credito bancario dopo la crisi finanziaria degli scorsi anni.*
- ◆ *In questo scenario, le aziende italiane (in media) sono riuscite nel 2017 a riportare gli investimenti produttivi su valori solo di poco inferiori a quelli del 2007.*
- ◆ *Ciò è stato possibile grazie a una maggiore attenzione delle imprese alla gestione non operativa (meno oneri finanziari) e al capitale circolante (meno crediti e debiti commerciali), nonché grazie agli incentivi fiscali che hanno attutito in parte il peso delle imposte.*
- ◆ *Le imprese italiane, inoltre, hanno continuato a contenere le risorse assorbite dagli investimenti finanziari, restando concentrate sul core business industriale.*
- ◆ *Dall'incrocio tra i vincoli incontrati e le scelte effettuate dalle imprese, è risultato un maggior accumulo di liquidità nei bilanci aziendali rispetto al 2007.*
- ◆ *Ciò riflette anche un atteggiamento più cauto delle imprese italiane, a fronte dell'accresciuta incertezza sulla disponibilità di risorse esterne e sulla domanda dei loro prodotti. Con un'iniezione di fiducia, la liquidità accumulata può trasformarsi in ulteriori investimenti produttivi, cruciali per rafforzare la crescita.*
- ◆ *Il fenomeno dell'accumulazione di liquidità riguarda soprattutto le piccole e medie imprese, riflettendo verosimilmente una loro maggiore avversione al rischio; queste stesse imprese mostrano una peggior tenuta del flusso di investimenti produttivi rispetto alle grandi aziende.*

* Cerved.

** Per commenti scrivere a [Ciro Rapacciuolo](mailto:Ciro.Rapacciuolo@confindustria.it) (Centro Studi Confindustria): c.rapacciuolo@confindustria.it.

Le opinioni espresse nella Nota sono quelle degli autori e non necessariamente coincidono con quelle di Confindustria. Tutti i diritti sono riservati. È consentita la riproduzione, secondo le norme di legge, nel modo seguente: "Balda F. e Emiliani D. (Cerved), Rapacciuolo C. (Centro Studi Confindustria), Cosa raccontano i bilanci delle imprese industriali italiane? Investimenti a livelli pre-crisi e aumento della liquidità; *Nota dal CSC n. 6-2019*".

Far parlare i dati di bilancio Il Centro Studi Confindustria e il Cerved hanno ricostruito, sulla base di dati di bilancio, il cosiddetto “flusso dei fondi” per le imprese manifatturiere italiane a due date significative: il 2017, l’anno migliore per l’Italia all’uscita dalla seconda recessione e prima della frenata del 2018; la situazione pre-crisi, fotografata nei dati sul 2007¹.

Il flusso dei fondi è il risultato di una riclassificazione dei dati di bilancio che consente di illustrare la relazione tra gli investimenti produttivi realizzati dalle imprese e le risorse interne ed esterne disponibili per finanziarli. Ciò si ottiene rielaborando i flussi di conto economico e le variazioni degli stock di stato patrimoniale. I valori sono espressi in percentuale del fatturato (Tabella A).

Tabella A

La base di riferimento è la popolazione delle società di capitali italiane appartenenti alla manifattura (con esclusione delle imprese che godano della contabilità semplificata). Il campione utilizzato per l’analisi è di tipo “chiuso”, ossia è definito dall’intersezione tra gli universi relativi a due successive date nel tempo, il 2007 e il 2017.

Si tratta di quasi 30mila bilanci di impresa, pari a circa il 7 per cento del totale delle aziende industriali italiane. La composizione del campione per dimensione delle imprese incluse risulta relativamente sbilanciata verso le medio-grandi, rispetto all’universo delle imprese industriali.

Ciò avviene soprattutto a causa di una presenza più limitata di micro-imprese: per numerosità, sono pari al 13 per cento nel campione, rispetto all’82 per cento nel totale dell’industria; per addetti, si fermano all’1 per cento, rispetto al 23 per cento nell’intera popolazione di aziende.

Andamento del flusso dei fondi delle imprese manifatturiere italiane

(Incidenza percentuale sui ricavi netti)

	2007	2017
Autofinanziamento ante gestione finanziaria e imposte	8.0	7.9
(+) Proventi finanziari lordi	1.1	0.9
(-) Oneri finanziari lordi	1.5	0.8
(+/-) Proventi/oneri straordinari lordi	0.2	0.2
(-) Imposte lorde	2.3	1.4
(-) Dividendi ed altre distribuzioni	1.9	2.4
Autofinanziamento netto (A)	3.5	4.4
(+) Variazione rimanenze	1.6	0.6
(+) Variazione crediti commerciali e diversi	2.0	0.9
(-) Variazione debiti commerciali e diversi	2.6	0.8
Variazione circolante operativo funzionale (B)	1.0	0.7
Saldo netto dalla gestione (A-B)	2.5	3.7
(-) Investimenti immobilizzazioni immateriali	0.8	0.9
(-) Investimenti immobilizzazioni materiali	4.0	3.6
(+) Disinvestimenti immobilizzazioni immat. e materiali	0.9	0.7
(-) Variazione altre immobilizzazioni operative	0.1	0.0
Saldo finanziario lordo	-1.6	-0.1
(-) Investimenti in partecipazioni	1.2	1.0
(+) Disinvestimenti in partecipazioni	0.4	0.3
(-) Variaz. immob. crediti finanz. e titoli	0.1	0.2
(-) Variaz. crediti finanz. nel circolante	0.1	0.0
Saldo finanziario netto	-2.5	-1.0
(+) Aumenti netti di capitale	0.8	0.5
(+) Contributi capitalizzati	0.0	0.3
Variazione debiti finanziari netti	-1.8	-0.2
(+) Variazione prestiti obbligazionari	0.0	0.8
(+) Variazione debiti finanziari a mlt verso banche	0.8	0.2
(+) Variazione debiti finanziari a bt verso banche	0.9	0.4
(+) Variazione debiti finanziari a mlt verso terzi	0.4	-0.6
(+) Variazione debiti finanziari a bt verso terzi	0.0	0.3
Variazione netta liquidità	0.3	0.8

Numero di imprese manifatturiere italiane: 28.960 (campione chiuso).

Fonte: elaborazioni Cerved.

¹ Si veda Centro Studi Confindustria (2019), *Dove va l’industria italiana*, pp. 87-89, Roma.

Buona redditività, più attenzione alle risorse Nel 2017 l'autofinanziamento lordo, cioè le risorse interne derivanti dai proventi della gestione operativa delle imprese, al netto dei costi (per lavoro, materie prime, servizi), è stato pari al 7,9 per cento del fatturato. Si tratta di un livello analogo a quello pre-crisi (8,0 per cento nel 2007). Dunque, il flusso della redditività, quindi le risorse interne generate, risulta tornato su livelli "normali", di lungo periodo, dopo la fase di forte difficoltà affrontata a partire dal 2008.

Questo risultato è assottigliato da una serie di voci "non operative": oneri e proventi finanziari (compresi gli accantonamenti netti a fondi finanziari), partite straordinarie, imposte², distribuzione di dividendi ai soci. Queste voci hanno pesato per il 3,5 per cento del fatturato. Ma si tratta di un valore molto inferiore rispetto a quello registrato nel periodo pre-crisi (4,4 per cento).

I dati indicano, quindi, che le imprese sono state più attente nella gestione non operativa. In particolare, sono riuscite ad attutire il peso degli oneri finanziari (0,8 per cento, da 1,5 per cento) favorite dal calo dei tassi di interesse indotto dalla BCE. Grazie anche alle minori imposte, l'attenzione alla gestione non operativa ha creato pure lo spazio per una maggiore distribuzione di dividendi (2,4 per cento, da 1,9 per cento).

La variazione del capitale circolante, ovvero l'incremento del valore del magazzino di beni e la gestione netta di crediti e debiti commerciali, ha assorbito un altro 0,7 per cento di fatturato. Un valore inferiore all'1,0 per cento del 2007. Risultano in netta flessione sia la componente relativa alle rimanenze di magazzino, che la gestione del credito e debito di fornitura.

Emerge quindi che, all'uscita della crisi, le imprese italiane sono divenute più attente anche nel contenere le dilazioni e i ritardi nei pagamenti da e per fornitori e clienti. Voci di bilancio che in Italia hanno avuto, storicamente, un ruolo significativo. In particolare, la variazione dei crediti commerciali nel 2017 è stata pari solo allo 0,9 per cento del fatturato, da 2,0 per cento nel 2007.

Ne risulta che le risorse interne nette nel 2017 sono state pari al 3,7 per cento del fatturato, 1,2 punti in più rispetto a quelle a disposizione nel 2007 (2,5 per cento). Ciò è avvenuto sostanzialmente a parità di redditività operativa. Dunque, grazie alla maggiore attenzione alla gestione non operativa e al circolante, il livello del "saldo netto della gestione" è risultato addirittura in forte crescita rispetto alla situazione pre-crisi, dopo gli anni difficili della doppia recessione.

Investimenti quasi ai valori pre-crisi A fronte di questa significativa disponibilità di risorse interne, le imprese nel 2017 hanno realizzato investimenti fissi e immateriali, al netto dei disinvestimenti, per un ammontare analogo (3,8 per cento del fatturato).

² Negli anni tra 2007 e 2017 sono state varate diverse modifiche dell'imposizione sulle imprese in Italia: riduzione dell'aliquota di imposta IRES; eliminazione del costo del lavoro dalla base imponibile IRAP; agevolazioni fiscali per investimenti (cosiddetto "super ammortamento"). Sono stati, inoltre, introdotti degli sgravi contributivi per i neo-assunti a tempo indeterminato.

Un ammontare di investimenti che è risultato pari a poco meno di quanto effettuato nel 2007 (4,1 per cento). Va tuttavia sottolineato che, mentre nel 2017 le imprese sono state attente ad allineare gli investimenti produttivi con le risorse interne disponibili, prima della crisi non avvertivano questa esigenza. Gli investimenti risultavano allora, infatti, molto maggiori delle risorse interne nette.

Ne è derivata nel 2017 una minore necessità di reperire risorse finanziarie esterne (-0,1 per cento del fatturato). Un decennio prima il "saldo finanziario lordo" negativo era invece molto più ampio (-1,6 per cento).

La necessità di fare ricorso al finanziamento esterno è stata alimentata dagli investimenti finanziari in partecipazioni e dalla variazione di altri crediti finanziari. Queste attività nel 2017 hanno richiesto risorse aggiuntive per l'1,0 per cento del fatturato, su valori analoghi a quelli pre-crisi (0,9 per cento). Questi valori sono molto inferiori a quelli relativi a periodi ancora precedenti, in particolare per gli anni Novanta: ciò indica che, da tempo, ben prima della crisi, le imprese hanno ridotto gli impieghi in attività finanziarie e che a questo ha corrisposto una maggiore concentrazione sulle attività *core* industriali.

Complessivamente, il saldo netto da finanziare con risorse esterne nel 2017 è stato pari all'1,0 per cento del fatturato delle imprese; meno della metà rispetto a un decennio prima (2,5 per cento).

Risorse esterne: meno banche, più mercati Gli aumenti di capitale azionario hanno coperto una buona parte delle necessità finanziarie (0,8 per cento), fornendo un contributo analogo a quello pre-crisi.

L'emissione di obbligazioni ha apportato un altro 0,8 per cento, mentre nel 2007 il contributo era stato nullo. Questo indica un successo degli sforzi di diversificare le fonti finanziarie da parte delle aziende negli ultimi anni, che hanno consentito a un segmento più ampio di imprese di accedere al mercato obbligazionario.

I debiti delle imprese verso le banche, viceversa, sono cresciuti nel 2017 in misura molto ridotta rispetto a un decennio prima (0,5 per cento del fatturato, rispetto a 1,6 per cento), data la perdurante selettività dell'offerta.

Dalla metà del 2018, peraltro, le banche hanno ricominciato a stringere l'accesso al credito per le imprese italiane, in gran parte a riflesso delle tensioni sui rendimenti sovrani; le prospettive per i prestiti, quindi, sono peggiorate³.

I debiti finanziari verso altri soggetti sono addirittura diminuiti nel 2017 (-0,3 per cento di fatturato, rispetto a 0,5 per cento nel 2007), specie per l'assottigliarsi delle risorse a medio-lungo termine.

³ Si veda: Centro Studi Confindustria (2019), *Dove va l'economia italiana e gli scenari geoeconomici*, pp. 43-44, Roma; Centro Studi Confindustria (2019), *Dove va l'industria italiana*, pp. 83-86, Roma.

Nel complesso, quindi, i debiti finanziari a lungo e a breve termine (bancari e non) hanno fornito risorse solo per uno 0,2 per cento di fatturato, rispetto al robusto 2,1 per cento registrato nel periodo precedente alla crisi finanziaria. Questo è il vincolo di bilancio principale con cui le imprese italiane hanno dovuto fare i conti.

Accumulo di liquidità in azienda Le scelte fatte dalle imprese industriali, a fronte delle diverse difficoltà e opportunità incontrate (una minore disponibilità di credito, una maggiore apertura dei mercati dei capitali), hanno condotto complessivamente a una maggiore accumulazione di liquidità rispetto al periodo pre-crisi (0,8 per cento, contro lo 0,3 del 2007).

La maggiore accumulazione di cassa e conti correnti riflette, verosimilmente, un atteggiamento più cauto che in passato, di fronte alla crescente incertezza:

- ◆ una parte delle imprese può avere calibrato gli investimenti al limite delle risorse interne disponibili, nel timore di non riuscire a reperire sufficienti risorse esterne;
- ◆ il freno agli investimenti può essere spiegato anche dalla prudenza delle imprese in merito alle prospettive incerte sulla domanda dei loro prodotti;
- ◆ molte imprese possono anche aver preferito mantenere sotto il controllo della cassa più risorse, pure prese in prestito dalle banche e sui mercati, per timore di scenari peggiori in futuro, specie sul credito.

Un'iniezione di fiducia per le imprese potrebbe condurre a trasformare, almeno in parte, la liquidità accumulata in ulteriori investimenti produttivi, cruciali per rafforzare la crescita in Italia.

Dalla primavera del 2018, tuttavia, è accaduto il contrario, con il clima di fiducia delle imprese manifatturiere italiane che ha registrato una progressiva e profonda caduta.

Quanto conta la dimensione di impresa? Ripetendo lo stesso esercizio sui bilanci tenendo separate, tra le imprese del campione, quelle micro-piccole, medie e grandi, si ricavano altre indicazioni utili.

Questa analisi evidenzia una notevole eterogeneità negli andamenti per dimensione di impresa (Tabella B). Le micro e le piccole imprese sono quelle più in difficoltà. I principali risultati sono:

- 1) la redditività resta più bassa rispetto al periodo pre-crisi per le

Tabella B

Flusso dei fondi per dimensione di impresa

(Incidenza percentuale sui ricavi netti, variabili selezionate)

		2007	2017
Micro e Piccole imprese	Autofinanziamento lordo	7.0	6.0
	Investimenti netti	2.9	2.0
	Var. debiti con banche	2.3	0.2
	Var. liquidità	0.1	1.1
Medie imprese	Autofinanziamento lordo	7.2	8.2
	Investimenti netti	3.5	3.0
	Var. debiti con banche	1.7	0.6
	Var. liquidità	0.2	1.0
Grandi imprese	Autofinanziamento lordo	8.9	8.4
	Investimenti netti	5.1	4.9
	Var. debiti con banche	1.3	0.7
	Var. liquidità	0.4	0.5

N° imprese manif. italiane: 28.960 (campione chiuso).

Fonte: elaborazioni Cerved.

- imprese più piccole e, meno, per le grandi; le medie imprese, invece, sono riuscite ad accrescerla in misura marcata;
- 2) le grandi imprese sono quelle che riescono a tenere gli investimenti produttivi più vicino ai valori pre-crisi; viceversa, le medie e, soprattutto, le micro-piccole li hanno ridotti in misura significativa; sul fronte degli investimenti immateriali, ciò può indicare un ritardo delle PMI nella digitalizzazione;
 - 3) la minore disponibilità di credito bancario riguarda tutte le classi dimensionali, ma è molto più accentuata per le micro-piccole imprese, che erano proprio quelle che vi facevano più affidamento nel periodo pre-crisi;
 - 4) il fenomeno della maggiore accumulazione di liquidità riguarda per lo più le micro-piccole e le medie imprese, mentre per le grandi aziende il flusso di liquidità è su valori analoghi a quelli pre-crisi; ciò riflette, verosimilmente, una maggiore avversione al rischio delle imprese minori a fronte dello scenario di accresciuta incertezza;
 - 5) il miglioramento nella gestione di crediti e debiti commerciali riguarda soprattutto le grandi imprese, che verosimilmente hanno fatto valere il loro potere negoziale;
 - 6) piccole e medie imprese vedono il maggior miglioramento del saldo finanziario lordo e netto, il che indica un aumento della solidità patrimoniale;
 - 7) le grandi imprese mostrano la maggiore capacità di diversificare le fonti di finanziamento, rivolgendosi con maggior frequenza al mercato dei capitali.