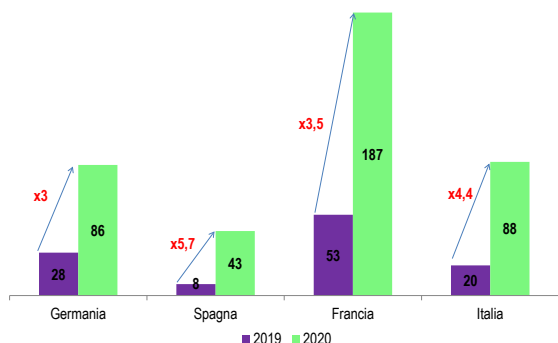


Depositi bancari delle imprese

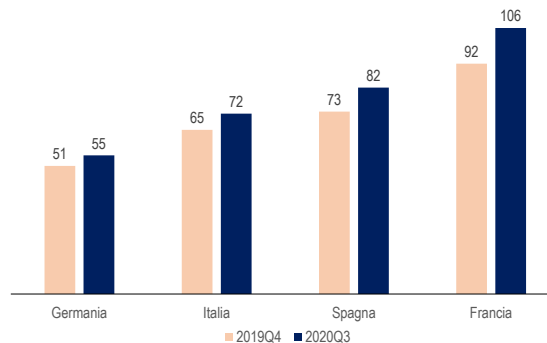
(flussi annui in miliardi)



Fonte: elaboraz. Servizio Studi BNL su Bce

Livello di indebitamento delle imprese

(in % del PIL)



Fonte: Bce

Da circa un decennio le società non finanziarie dell'area euro si trovano nella condizione di "net lenders" ossia registrano un saldo positivo tra entrate e uscite. Il fenomeno è nuovo per il comparto che in precedenza registrava una posizione debitoria verso gli altri settori istituzionali.

Nel 2020, nell'area euro, i soli depositi delle imprese presso il sistema bancario sono aumentati di oltre 500 miliardi, arrivando a superare i €3,1 trilioni. Tutte le principali economie dell'area hanno condiviso un'accumulazione di risorse liquide di eccezionale rilievo: 43 mld in Spagna, 86 mld in Germania, 88 mld in Italia e 187 mld in Francia, importi ovunque più che triplicati rispetto all'anno precedente.

Le disponibilità delle imprese si sono giovate delle misure per agevolare il credito adottate per contrastare gli effetti della pandemia. Nel 2020 le erogazioni di nuovi prestiti hanno ampiamente superato quelle dell'anno precedente: 39 mld in Spagna, 46 mld in Italia, 62 mld in Germania, 136 mld in Francia.

Nei prossimi mesi andrà monitorato l'utilizzo di quest'ampia scorta di liquidità. Uno studio della Banca dei Regolamenti Internazionali evidenzia il rischio di un suo rapido esaurimento per effetto dell'onere prodotto dal servizio del debito e dei costi operativi non comprimibili.

n. 4

15 febbraio 2021



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

I risparmi delle imprese alla prova del Covid

C. Russo  carla.russo@bnlmail.com

Nella contabilità aggregata il settore produttivo tradizionalmente registra un flusso annuo delle passività che eccede quello delle attività. Negli ultimi venti anni nell'area euro, tuttavia, il segno della posizione finanziaria netta delle imprese è risultato più volte positivo. In particolare, dall'avvio della "grande recessione" del 2008-2009 nella maggior parte dei paesi Uem il settore produttivo registra un eccesso di risparmi. Nel 2020, nell'area euro, i soli depositi delle imprese presso il sistema bancario sono aumentati di oltre 500 miliardi, arrivando a superare i 3,1 trilioni di euro.

Tra le molteplici determinanti del fenomeno, l'andamento fiacco degli investimenti e il basso livello dei tassi di interesse sono le variabili che negli ultimi anni hanno influito maggiormente sulla posizione debitoria/creditoria delle imprese. Dal 2012, quasi ininterrottamente, le imprese di Germania, Italia e Spagna si trovano in una posizione di surplus; nell'anno terminante a settembre 2020, il saldo attivo rispetto al valore aggiunto è stato pari al 2,5% per le aziende tedesche e al 4% per quelle spagnole e italiane.

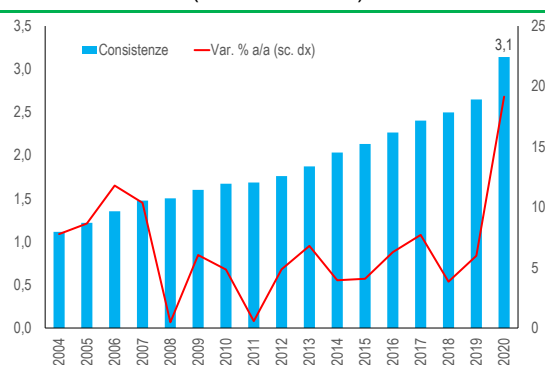
L'ampia liquidità accumulata dalle imprese delle principali economie Uem potrebbe essere messa a dura prova dalle conseguenze prodotte dalla pandemia sulla congiuntura economica: un recente studio condotto su 40mila imprese ha stimato che un calo delle entrate del 25%, in assenza di rinnovo dei finanziamenti in scadenza, potrebbe determinare un rapido esaurimento dei risparmi in oltre la metà del campione analizzato.

Record di liquidità per le imprese

Con uno stock di oltre 3,1 trilioni di euro, un tasso medio annuo di crescita del 15% e 507 miliardi di flussi netti in entrata, i depositi delle società non finanziarie dell'area euro hanno registrato nel 2020 livelli e crescita mai sperimentati.

Area euro: depositi bancari delle società non finanziarie

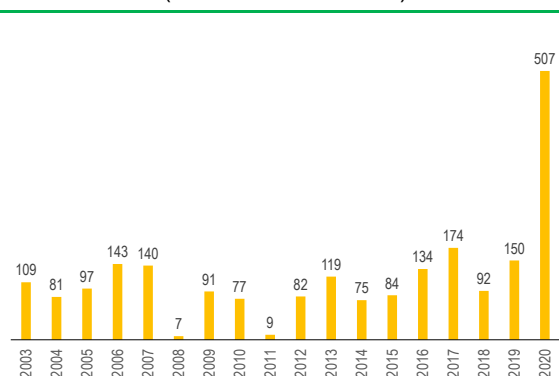
(trilioni e var. %)



Fonte: Bce

Area euro: depositi bancari delle società non finanziarie

(flussi annui in miliardi)

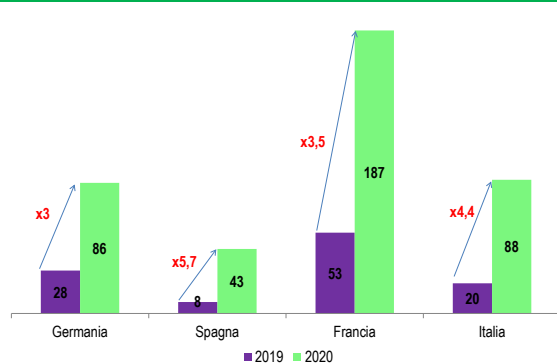


Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Bce

A questo risultato hanno contribuito tutte le principali economie dell'area: si va dai 43 mld della Spagna, agli 86 mld della Germania, agli 88 mld dell'Italia fino ai 187 mld

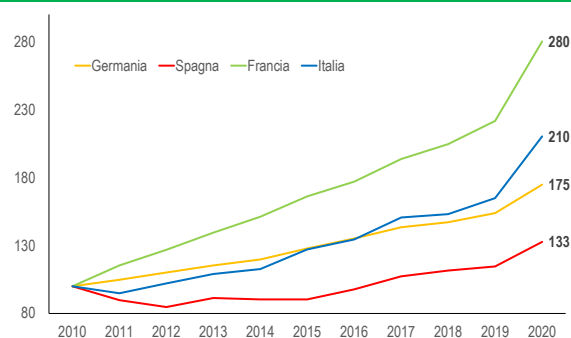
della Francia, valori ovunque più che triplicati rispetto al 2019. Il tasso di crescita medio nel 2020 è stato per tutti questi paesi a due cifre con variazioni che spaziano dall'11% in Germania e Spagna, al 18% dell'Italia, fino a oltre il 23% della Francia.

Depositi bancari delle società non finanziarie
(flussi annui in miliardi)



Fonte: elaboraz. Servizio Studi BNL su Bce

Depositi bancari delle società non finanziarie
(numeri indici; dic. 2010=100)



Fonte: elaboraz. Servizio Studi BNL su Bce

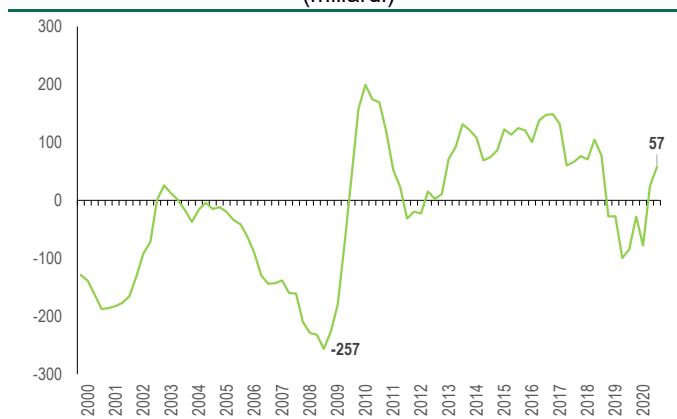
Come illustrato dai grafici, l'eccezionale aumento dei depositi dello scorso anno rappresenta il culmine di un processo in corso da diverso tempo: posto pari a 100 il totale dei depositi delle imprese a dicembre del 2010, alla fine del 2020 quelli della Spagna erano pari a 133 e quelli della Germania a 175; ben oltre 200 quelli di Francia e Italia. L'elevato livello di risparmio del settore produttivo era stato uno dei temi al centro dell'incontro dei Ministri delle finanze e dei banchieri centrali tenutosi a Osaka nel giugno 2019, quando era stato individuato come uno dei principali fattori responsabili degli elevati squilibri delle partite correnti in diverse parti del mondo.¹

Al contrario di quanto atteso, in alcuni paesi la differenza tra il totale delle attività e passività finanziarie determina un insolito saldo positivo: nei dodici mesi terminanti a giugno 2020 nell'eurozona l'avanzo è stato pari a 25 miliardi valore che nel trimestre successivo è più che raddoppiato (57 mld) evidenziando l'accelerazione del fenomeno durante la pandemia.

L'evento è relativamente nuovo. Negli ultimi venti anni, nell'area euro, la posizione debitoria/creditoria delle imprese ha conosciuto fasi alterne: tra il 1999 e la metà del 2002 ha prevalso l'indebitamento poiché le imprese hanno colto le opportunità offerte dai mercati azionari in crescita; tra il 2002 e il 2003 lo scoppio della bolla finanziaria ha frenato l'espansione delle passività e il settore è tornato a disporre di risparmi in eccesso; negli anni successivi, la normalizzazione dell'attività economica ha portato il comparto a raggiungere il livello massimo di indebitamento (-257 mld nel 2008). Nel periodo successivo, la crisi dei debiti sovrani e l'alternarsi di periodi di recessioni e basse crescite hanno di nuovo portato il settore a finanziare gli altri comparti economici per circa un decennio. Una situazione anomala che si è solo brevemente interrotta nel 2018-19 ed è ora di nuovo presente a causa delle incerte prospettive economiche conseguenti l'evoluzione della pandemia.

¹ European Commission, Puzzles in Non-Financial Corporate Sector Savings across the G20, Economic Brief 063, dicembre 2020.

Area euro: surplus/deficit delle imprese
(miliardi)

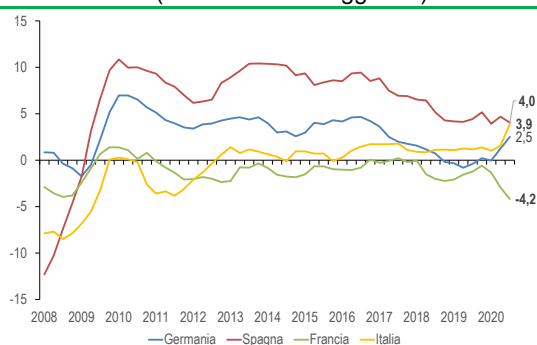


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Eurostat

Gli studi sui saldi finanziari delle imprese nelle economie avanzate hanno individuato numerose variabili che attenuano o al contrario accrescono la propensione all'indebitamento: ciclo economico, investimenti, risultati aziendali, tassi di interesse, motivi precauzionali sono le correlazioni più frequentemente analizzate nella letteratura economica.

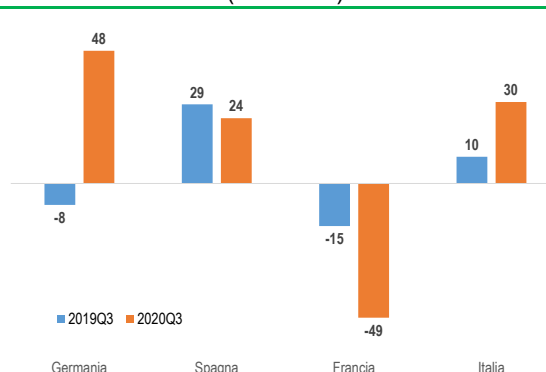
L'andamento aggregato nasconde ampie eterogeneità tra i paesi membri dell'area euro: negli oltre venti anni del periodo 1999-2020 Germania, Spagna, Paesi Bassi e Finlandia hanno registrato il maggior numero di trimestri in condizione di "net lenders", platea che si allarga comprendendo quasi tutte le economie dell'area se si considerano gli anni successivi all'avvio della grande recessione. Tra i principali paesi dell'eurozona la Francia è l'unico nel quale, negli ultimi anni, le imprese hanno continuato a preferire l'indebitamento esterno; al contrario, quelle tedesche, con solo qualche breve interruzione, risultano in surplus dall'inizio degli anni Duemila, come pure le italiane, anche se in questo caso a partire dalla crisi dei debiti sovrani. Le aziende spagnole, con l'ampia e rapida riduzione delle passività realizzata all'indomani della crisi del 2008, sono passate da un indebitamento pari al 13,5% del valore aggiunto a una posizione creditoria del 4% (settembre 2020). Nell'anno terminante a settembre 2020 le imprese spagnole hanno registrato un surplus di 24 mld, quelle italiane di 30, le tedesche di 48 mentre per le francesi il deficit ha sfiorato i 49 mld. In generale si tratta di una situazione che ha rafforzato la solidità delle imprese.

Surplus/deficit delle imprese per paesi
(in % del valore aggiunto)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Eurostat

Surplus/deficit delle imprese per paesi
(in miliardi)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Eurostat

Investimenti e tassi di interesse pesano sui saldi finanziari delle imprese

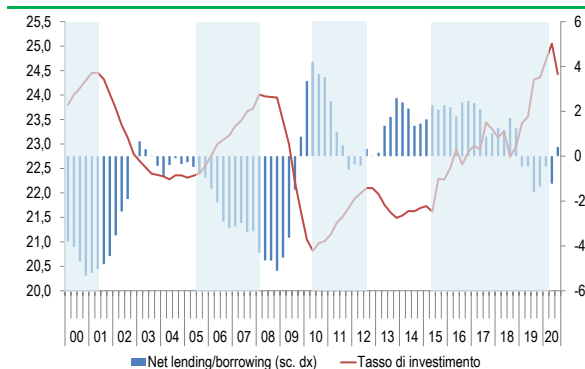
Tra le molteplici determinanti dei saldi finanziari delle imprese, l'andamento degli investimenti e il livello dei tassi di interesse sono le variabili che negli ultimi anni sembrano aver influito maggiormente.²

Nell'area euro, fino al I trimestre del 2015 la posizione di surplus/deficit presentava una evidente correlazione inversa con gli investimenti, il saldo si muoveva verso un deficit (o una riduzione della posizione creditoria) in corrispondenza della crescita della quota degli investimenti, nelle fasi di espansione del ciclo economico e viceversa nelle fasi di contrazione. Tra il 2015 e il 2018, invece, questa regolarità viene a mancare e a un aumento degli investimenti si associa anche una posizione creditoria delle imprese. Di nuovo, dal 2019, a una ripresa della quota degli investimenti ha fatto riscontro un aumento dell'indebitamento, processo che si è interrotto con l'arrivo del Covid-19 e il conseguente blocco o rallentamento di numerose attività. Nel III trimestre del 2020, la quota di investimenti sul valore aggiunto nell'area euro si è ridotta (al 24,4%, -0,7 pp rispetto al trim. precedente) e il saldo è tornato positivo portandosi allo 0,4%.

Nell'accrescere la posizione creditoria delle imprese determinante è stata anche la riduzione delle spese per interessi: il basso livello raggiunto dai tassi dal 2015 ha portato al di sotto del 3% l'incidenza di questa voce sul valore aggiunto in tutte le maggiori economie Uem, un livello più che dimezzato rispetto a dieci anni prima: in Spagna e Italia la quota si posiziona ora intorno all'1,5% e all'1% per la Germania. In Francia è stabile al 5,2%.

Area euro: surplus/deficit delle imprese e tasso di investimento

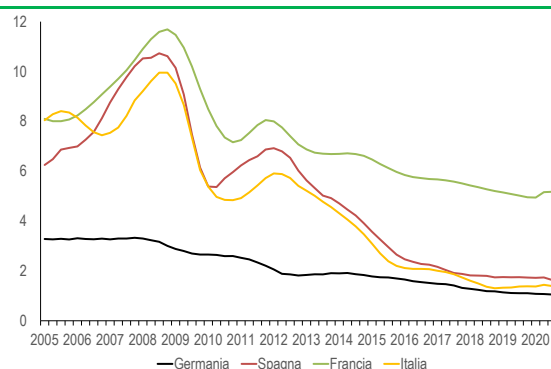
(in % del valore aggiunto)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Eurostat
In evidenza i periodi di recupero degli investimenti

Spese per interessi delle società non finanziarie

(in % del valore aggiunto)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Bce

Le risorse accumulate dalle imprese in questi anni hanno determinato un *buffer* di liquidità consistente che nel corso del 2020 è stato anche rafforzato dalle misure per agevolare il credito adottate per contrastare gli effetti della pandemia, soprattutto con l'assistenza di garanzie pubbliche.

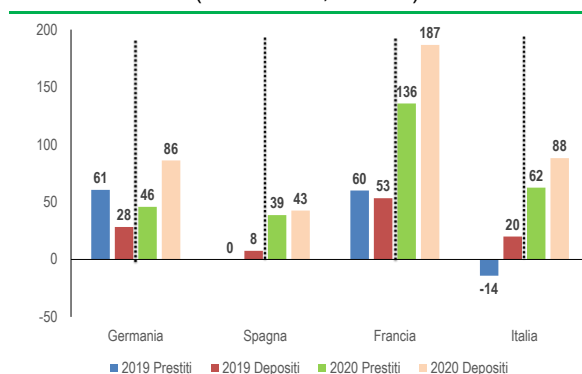
Nei primi quattro grandi paesi dell'area euro i finanziamenti alle imprese hanno conosciuto incrementi che non si registravano da anni: a dicembre 2020 il tasso annuo di crescita in Italia e Spagna è stato prossimo all'8% e in Francia ha raggiunto il 12%; in Germania l'aumento è stato del 4,1%. Lo scorso anno le erogazioni di nuovi prestiti

² BIS, On the determinants of firms' financial surpluses and deficits, settembre 2016.

hanno ampiamente superato quelle del 2019: dai 39 mld della Spagna ai 136 della Francia, passando per i 46 mld dell'Italia e i 62 mld della Germania. Ne è derivato un sensibile innalzamento del livello di indebitamento che nei nove mesi tra dicembre 2019 e settembre 2020 è aumentato, rispetto al Pil, di diversi punti percentuali: 4 in Germania (a 55), 6 in Italia (a 72), 9 in Spagna (a 82) e 14 in Francia (a 106).

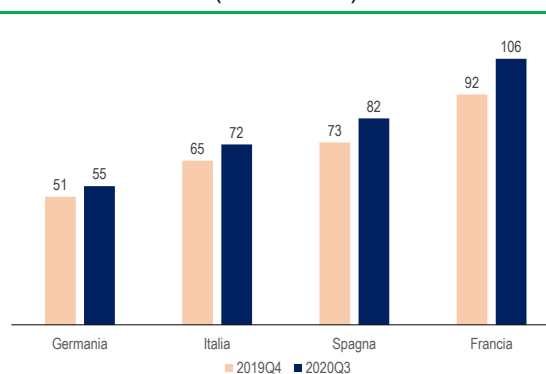
Prestiti e depositi delle imprese

(flussi annui; miliardi)



Livello di indebitamento delle imprese

(in % del PIL)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Bce

Fonte: Bce

In riferimento allo scorso anno, l'osservazione del differenziale tra flussi di finanziamenti e depositi delle imprese (a favore di questi ultimi) lascia ipotizzare che le imprese abbiano fatto ampia scorta di liquidità in attesa di poter realizzare nel prossimo futuro i piani di investimento per ora congelati o fortemente ridimensionati dalla prevalente condizione di incertezza.

Non mancano, però, anche gli elementi di criticità, soprattutto alla luce della pesante eredità lasciata dal Covid-19 sulle entrate delle attività: uno studio della Banca dei Regolamenti Internazionali³ condotto su 40mila imprese ha evidenziato come una flessione delle loro entrate del 25% nel 2020, in assenza del rinnovo dei debiti in scadenza, comporterebbe per oltre la metà del campione l'esaurimento dei risparmi per far fronte al servizio del debito e ai costi operativi non comprimibili.

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

³ BIS, Covid-19 and corporate sector liquidity, 28 aprile 2020.