



Analisi del Servizio Studi BNL BNP Paribas

FOCUS

ECONOMIA E BANCHE

NUMERO

16

22 giugno 2022

Le imprese europee attraverso alcuni indicatori di bilancio

Carla Russo



BNL

BNP PARIBAS

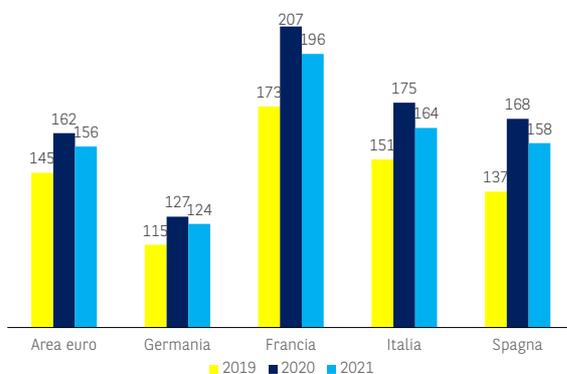
La banca
per un mondo
che cambia

SINTESI

I repentini mutamenti che hanno caratterizzato la recente congiuntura economica hanno riaccessato l'attenzione sul tema delle passività delle imprese. Fino a un periodo recente il (pur elevato) livello di debito raggiunto dalle imprese con il massiccio utilizzo delle misure a sostegno della liquidità non era considerato motivo di apprensione, alla luce della ripresa delle attività post-pandemia e delle favorevoli aspettative per l'anno in corso. L'incertezza che gli eventi geopolitici, le tensioni inflazionistiche e una politica monetaria restrittiva hanno ora posto sulla solidità e sul perdurare della ripartenza sono elementi che potrebbero invece ridurre la capacità delle imprese di far fronte ai loro impegni finanziari. Ad attenuare la preoccupazione contribuisce però l'ampia riserva di liquidità accantonata nei mesi passati. Nel 2021 il debito lordo delle imprese dell'eurozona è arrivato al 156% del valore aggiunto (un valore di poco inferiore al picco massimo del 2020), mentre il debito al netto della liquidità accantonata è tornato più o meno al livello pre-pandemia (105%). Il fenomeno è condiviso dalle maggiori economie dell'eurozona.

Società non finanziarie: debito lordo

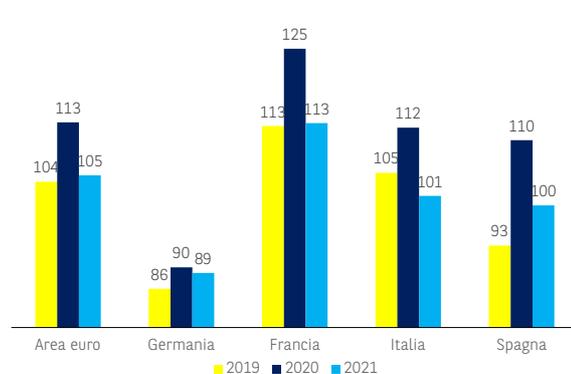
(in % del valore aggiunto)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Società non finanziarie: debito netto

(in % del valore aggiunto)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Un ulteriore elemento che testimonia la solidità finanziaria delle imprese è il tasso di deterioramento del credito. Per le banche vigilate dalla Bce il rapporto tra crediti deteriorati e prestiti in bonis prosegue la riduzione, anche se si rileva ovunque un innalzamento della quota di prestiti classificati nello "Stadio 2", vale a dire quelli per i quali si riscontra un aumento della rischiosità; ciò soprattutto tra le imprese che hanno fruito della sospensione del pagamento delle rate.



LE IMPRESE EUROPEE ATTRAVERSO ALCUNI INDICATORI DI BILANCIO

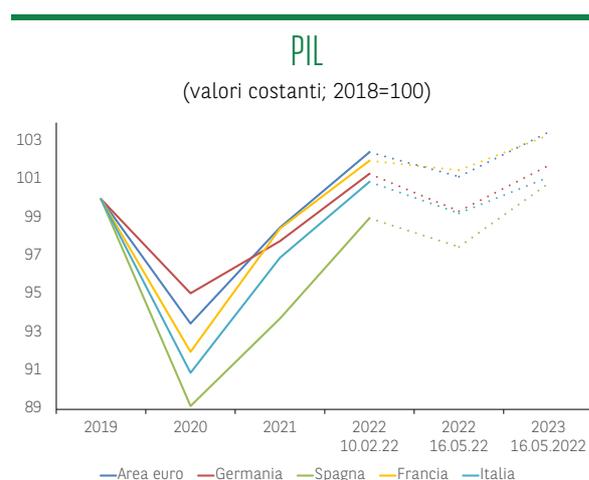
Carla Russo*

Economist Servizio Studi BNL BNP Paribas

carla.russo@bnpparibas.com

Una ripresa sospesa

Prima del repentino cambio di scenario, le prospettive dell'area euro per il 2022 erano orientate verso un consolidamento della ripresa post-pandemia. Malgrado la decelerazione della crescita nell'ultimo trimestre del 2021 e le preoccupazioni per il ritorno dell'inflazione su livelli mai sperimentati dall'avvio della moneta unica, l'attività economica era ben indirizzata sulla via di un completo recupero dei livelli 2019 entro il 2022. Le previsioni delle principali istituzioni internazionali scontano oggi invece quasi ovunque un ribasso di circa 1,5 pp rispetto alle previsioni di inizio anno posticipando il ritorno del Pil sui livelli pre-pandemia al 2023. Secondo la Commissione europea, la crescita attesa quest'anno nell'euroarea potrebbe arrivare al 2,7%, con un campo di variazione che va dall'1,6% della Germania al 4% della Spagna; con Italia e Francia al 2,4% e 3,1% rispettivamente.



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Commissione europea

Il mutare del quadro macroeconomico ha colto le imprese nel pieno del processo di rafforzamento della propria situazione finanziaria favorito sia dalle misure di politica economica e monetaria adottate come reazione allo scoppio della pandemia, sia dalla ripresa dell'attività ordinaria. Il miglioramento del clima di incertezza e dell'indice di fiducia registrato nel 2021 presso le imprese dei principali paesi dell'eurozona è però velocemente rientrato. Le difficoltà di approvvigionamento delle materie prime e dei prodotti intermedi, l'aumento della spesa energetica, e le tensioni geopolitiche hanno rallentato il miglioramento degli indicatori finanziari delle imprese riportando in primo piano le preoccupazioni legate al loro elevato

livello di indebitamento. Una ripresa più debole di quanto inizialmente previsto, con conseguente potenziale calo degli utili, e il rialzo dei tassi possono compromettere la capacità di tutte le imprese (in particolare delle più piccole) di far fronte agli impegni finanziari.

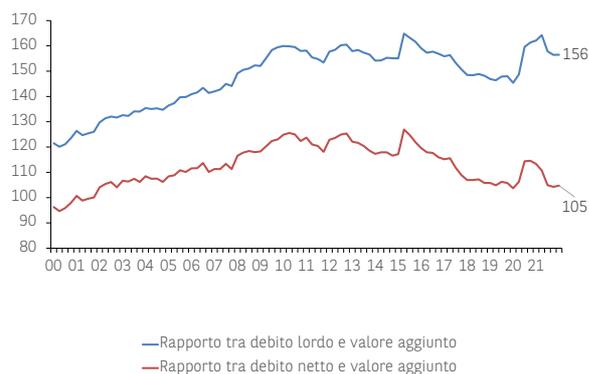
Tra la fine del 2019 e il I trimestre del 2021 il rapporto tra il debito lordo e il valore aggiunto delle imprese nell'area euro è aumentato di circa 19 pp raggiungendo il 164,2%, livello di poco inferiore al picco del 2015. A contribuire alla crescita dell'indicatore sono stati in pari misura sia il maggior ricorso al finanziamento tramite capitale di debito, sia il calo del valore aggiunto lordo. Alla fine del 2021 il rapporto, pur in parte rientrato, risultava ancora superiore di 11 pp rispetto al livello del 2019, quasi esclusivamente a causa del maggiore debito contratto.

* Le opinioni espresse impegnano unicamente l'autrice.

L'aumento dell'indebitamento non è stato omogeneo tra le imprese. Per quelle operanti nei settori maggiormente colpiti dalla pandemia l'incremento dell'indebitamento ha raggiunto i 10 pp. Un'analisi condotta presso le società quotate ha evidenziato come quelle che nel 2020 avevano vendite inferiori alla mediana hanno accresciuto il proprio livello di indebitamento di 3 pp in più rispetto a quelle con vendite superiori alla mediana.

Area euro: debito consolidato

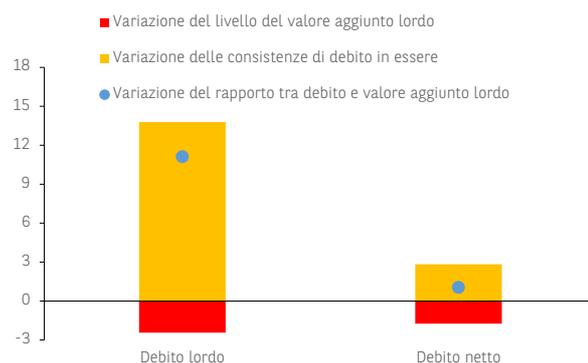
(in % del valore aggiunto)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

Area euro: debito consolidato

(pp; variazione tra IV 2019 e IV 2021)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

Oltre che per dimensione di impresa e settore di attività, l'aumento dell'indebitamento risulta ampiamente differenziato anche tra le diverse economie: in rapporto al valore aggiunto, alla fine del 2021, la Francia si posizionava al 200% a fronte del 120% della Germania e valori intorno al 160% per Italia e Spagna. Tra il IV trim. 2019 e il IV trim. 2021 l'incremento è stato di quasi 9 pp in Germania e di 3 pp in Italia, mentre in Francia e Spagna si sono superati i 20 pp. Secondo la Bce, diverse sono le motivazioni sottostanti l'evoluzione dell'indebitamento lordo: in Francia l'aumento (in atto dal 2007) è da attribuire in larga misura al finanziamento della spesa in conto capitale e a fusioni/acquisizioni perfezionate tramite strumenti di debito; il basso livello della Germania è dovuto principalmente all'utilizzo di fonti interne di finanziamento. Dopo la riduzione rilevata tra il 2012 e il 2019, il recente incremento dell'indicatore in Spagna e Italia è invece riconducibile ai finanziamenti messi a disposizione dallo Stato per far fronte all'emergenza pandemica.

Nel caso delle imprese di grande dimensione, il forte aumento del livello di debito è mitigato dalle ingenti riserve liquide accumulate: tra la fine del 2019 e quella del 2021 i depositi delle società non finanziarie dell'area euro sono aumentati di 825 miliardi, un ammontare quasi analogo al Pil del Portogallo. L'incremento porta lo stock a 3,5 €trn.

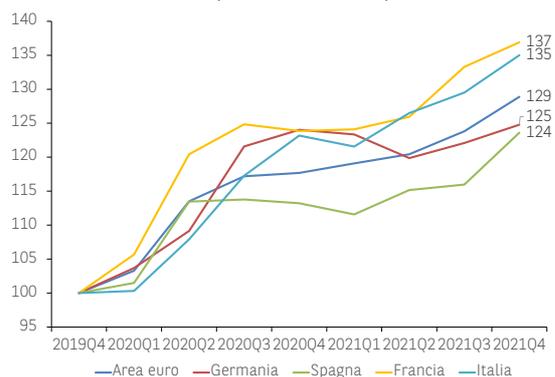
Nella prima fase della pandemia le imprese hanno accumulato nella forma di depositi una quota piuttosto rilevante di quanto ottenuto con nuovi prestiti bancari e l'emissione di titoli di debito; tali risorse sono state destinate a far fronte in primo luogo ai bisogni di cassa e poi, a ripresa avviata, alla realizzazione di progetti di investimento, nonché a scopo precauzionale considerata l'incertezza circa i tempi del recupero della piena operatività. Più di recente a sostenere l'aumento delle attività liquide è stato il miglioramento dei profitti e degli utili non distribuiti. L'aumento della liquidità, nel periodo IV trim. 2019-IV trim. 2021 è variato dai 68 mld della Spagna ai 285 della Francia, con Germania e Italia entrambe intorno ai 140 mld. Ne è derivato un grado di indebitamento netto non particolarmente distante da quello pre-pandemia e quindi

un segnale significativamente diverso da quello che si trae dall'osservazione dell'esposizione lorda.

Posto pari a 100 l'ammontare dei depositi di fine 2019, alla fine dello scorso anno Spagna e Germania si posizionano circa 25 pp più in alto, Italia e Francia quasi 35 pp.

Depositi delle società non finanziarie

(IV trim. 2019=100)



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Eurostat

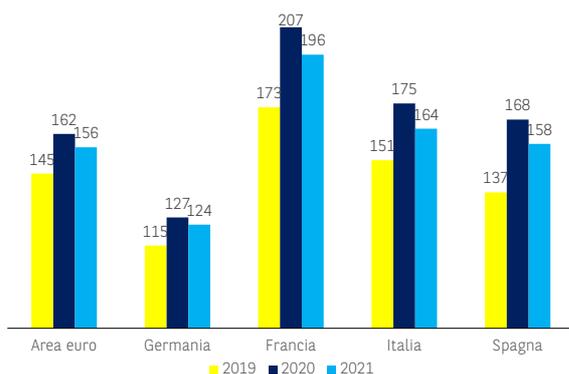
Al netto delle disponibilità liquide, nell'eurozona il debito delle imprese, misurato rispetto al valore aggiunto, si colloca al 105%, con valori prossimi al 100% in Italia e in Spagna mentre Germania e Francia si attestano all'89% e al 113% rispettivamente.

Un'ulteriore conferma delle ampie disponibilità delle imprese emerge dall'osservazione del tasso di risparmio, che negli ultimi trimestri ha raggiunto i massimi storici in tre dei quattro maggiori paesi dell'area euro, con l'eccezione della Spagna. Rispetto al valore aggiunto, nell'area euro alla fine 2021 il risparmio lordo (comprensivo degli ammortamenti) era prossimo al 27% e quello netto al 6,4%, livelli di gran lunga superiori a quelli di lungo periodo pari,

rispettivamente al 22,3% e al 3,6%. Germania, Francia e Italia condividono un trend di crescita del risparmio societario lordo, con un livello posizionato intorno al 25%, mentre la Spagna si muove su livelli elevati (31,5%), pur in riduzione dal picco massimo del 2016 (34%).

Società non finanziarie: debito lordo

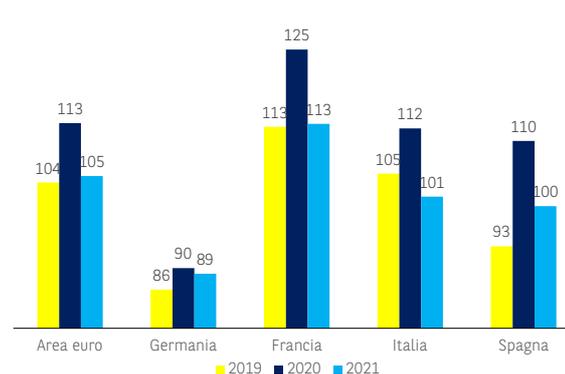
(in % del valore aggiunto)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Società non finanziarie: debito netto

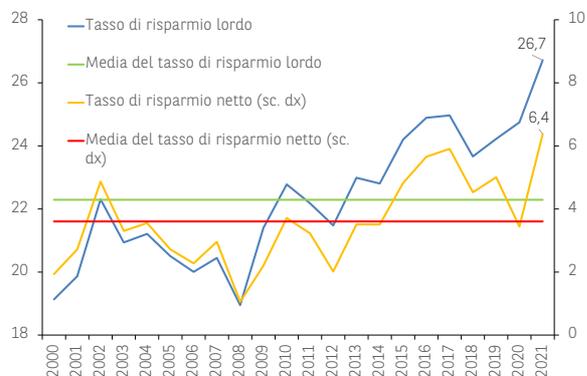
(in % del valore aggiunto)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Area euro: tasso di risparmio delle snf

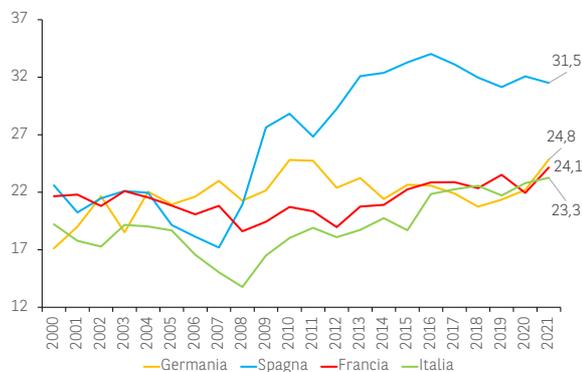
(in % del valore aggiunto)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Società non finanziarie: tasso di risparmio lordo

(in % del valore aggiunto)

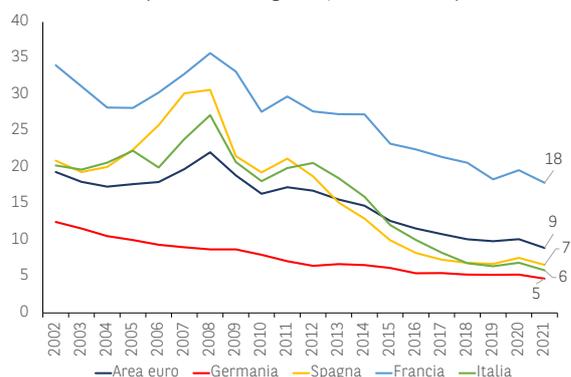


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Nonostante il robusto accantonamento di risorse, l'indebitamento delle imprese rimane un fattore di potenziale fragilità: un esercizio riferito all'intera area euro¹ evidenzia come l'elevata crescita dei prestiti e il crollo dell'attività economica abbiano determinato un aumento dell'indebitamento effettivo a fronte di una diminuzione di quello di lungo periodo. Regolarità storiche evidenziano infatti come al crollo dell'attività economica e alla sua protratta debolezza si associ solitamente un minore indebitamento. Secondo la Banca centrale europea, il fenomeno dell'elevato livello del debito dovrebbe rientrare nei prossimi trimestri poiché il suo eccesso e la liquidità disponibile dovrebbero limitare la domanda di finanziamenti.

Spesa lorda per interessi

(in % del margine operativo lordo)



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Eurostat

L'aumento dell'indebitamento lordo non si è accompagnato ad un aggravamento rilevante del servizio del debito. Rispetto al margine operativo lordo, infatti, questa grandezza ha continuato a ridursi raggiungendo nel 2021 un minimo storico. Nello stesso anno nell'area euro la spesa per interessi è scesa al 9% del margine operativo lordo (da un massimo del 22% nel 2008). Il trend è stato condiviso dalle principali economie ma il valore del rapporto inevitabilmente riflette la composizione del passivo: ai valori di Germania (4,7%), Italia (5,9%) e Spagna (6,6%) si contrappone quello circa triplo della Francia (18%).

Livello di indebitamento, tasso di risparmio e onere del servizio del debito sono solo alcuni dei parametri osservati dalla Bce per monitorare l'evoluzione della solidità/solvibilità delle imprese. La Banca centrale ha, infatti, sintetizzato in un indicatore composito² il grado di vulnerabilità del sistema produttivo che si

¹ Bce, Bollettino economico n. 2/2022, Una valutazione delle vulnerabilità delle imprese nell'area euro.

² Bce, "La misura composita è basata su un'ampia serie di indicatori lungo cinque dimensioni differenti: capacità di servizio del debito (copertura degli interessi, risparmio societario, generazione di fatturato), leva finanziaria (rapporto

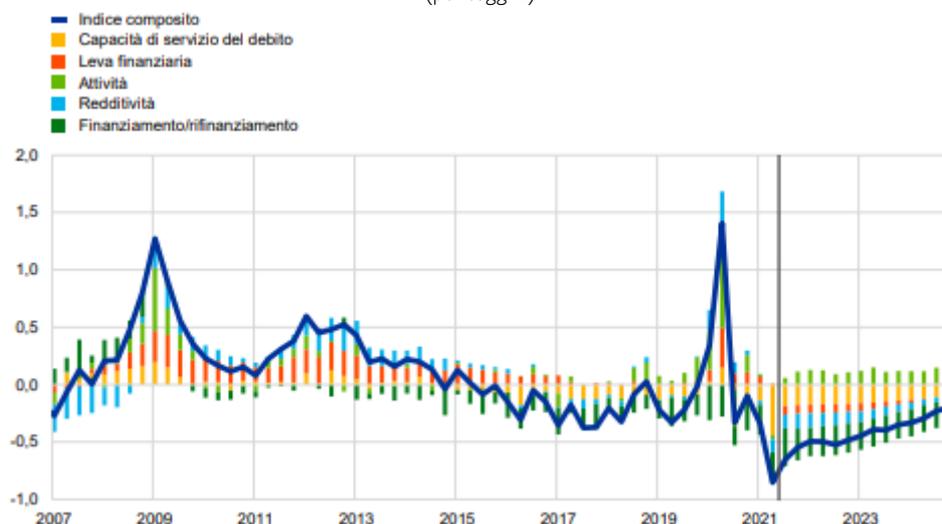


calcola abbia toccato il picco minimo nel II trimestre del 2021. A tale positiva evoluzione hanno contribuito l'aumento dell'indice di copertura degli interessi e del risparmio societario, il costo molto contenuto del debito, l'elevata liquidità disponibile nonché una maggiore incidenza del debito a lunga scadenza rispetto a quello a breve termine. Alla crescita economica dello scorso anno e al robusto accumulo di liquidità si deve poi il miglioramento degli indici di indebitamento (lordo e netto). Ciononostante rimane elevata la sensibilità delle imprese agli shock negativi considerato l'elevato livello del debito rispetto al margine operativo e al capitale di rischio.

Stime dell'istituto di Francoforte indicano per i prossimi anni un rialzo del livello dell'indice di vulnerabilità, che tuttavia dovrebbe mantenersi molto distante dai picchi massimi raggiunti nel 2009 e nel 2020.

Area euro: vulnerabilità delle imprese

(punteggi z)



Fonte: Bce

Valori positivi indicano una maggiore vulnerabilità, valori negativi indicano una minore vulnerabilità. Stime degli esperti della Bce per il periodo tra il III trimestre 2021 e il IV trimestre 2024

L'andamento più recente dei prestiti bancari

Nell'area euro, l'insieme dei finanziamenti rappresenta la fonte esterna maggiormente utilizzata dal sistema produttivo, esso rappresenta infatti circa l'80-90% dei debiti finanziari delle imprese, nonostante la tendenziale riduzione della quota nel lungo periodo mentre rimane contenuta la porzione di debito obbligazionario. Nell'area euro, nel decennio 2011-2021, l'incidenza dei prestiti si è ridotta di 4 pp, con un massimo di 7 pp in Spagna e Italia. Anche in Germania il calo della quota è stato di 4 pp, mentre pressoché invariata all'83% è rimasta quella della Francia, dove il restante 17% viene raccolto attraverso titoli di debito. Quanto alla distribuzione dei finanziamenti per durata, con riferimento ai prestiti bancari si riscontra ovunque un aumento

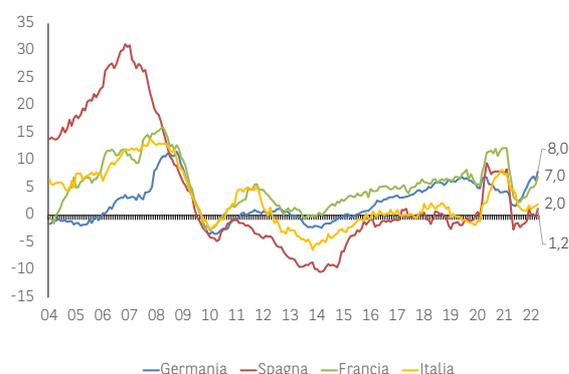
tra debito e capitale di rischio, rapporto tra debito netto e utili al lordo di interessi, imposte e ammortamenti, rapporto tra debito lordo e reddito), attività (crescita delle vendite, crediti commerciali su fatturato, variazione del tasso di rotazione dei crediti commerciali); redditività (rendimento delle attività, margine di profitto e rapporto tra valore di mercato e valore contabile); finanziamento/rifinanziamento (rapporto tra debito a breve e a lungo termine, indice di liquidità immediata, costo complessivo del finanziamento con debito e impulso al credito)".



della quota di quelli a media/lunga scadenza che rappresentano oggi oltre l'80% dell'aggregato. Le tendenze più recenti evidenziano un divario significativo dell'andamento dei finanziamenti bancari tra le maggiori economie dell'eurozona: in aprile, a fronte di una crescita annua moderata di Italia e Spagna (+2% e +1,2% rispettivamente), Germania e Francia sono accomunate da una dinamica sostenuta pari al 7% e 8% rispettivamente. L'osservazione dei flussi conferma la vivacità del credito in queste due economie: nei primi 4 mesi del 2022 le erogazioni di nuovi prestiti sono ben oltre la metà di quanto concesso nell'intero 2021, mentre in Italia e Spagna sono pressoché nulle.

Prestiti bancari alle società non finanziarie

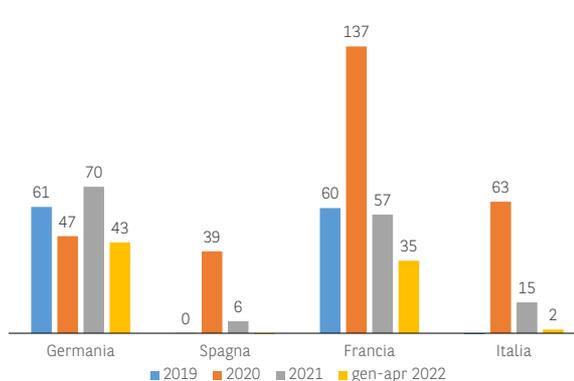
(var. % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

Prestiti alle società non finanziarie

(mld; flussi del periodo)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

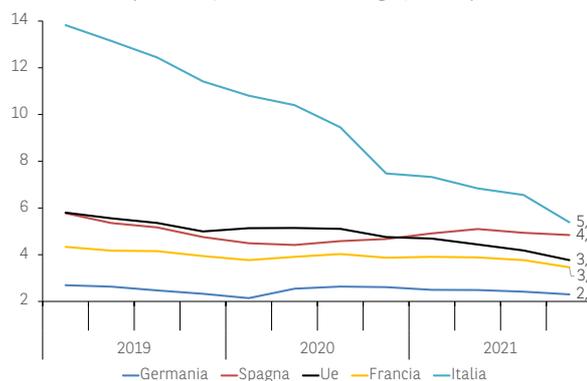
Un ulteriore indicatore della vulnerabilità finanziaria delle imprese

Nell'area euro, l'andamento della qualità del credito delle imprese è ovvio riflesso della situazione finanziaria del settore. Le misure adottate dalle autorità monetarie per assicurare la liquidità del sistema produttivo hanno finora molto limitato il peggioramento della qualità del credito. Nel IV trim. 2021, il rapporto sofferenze lorde/prestiti alle imprese delle banche vigilate direttamente dalla Bce è sceso per il sesto trimestre consecutivo portandosi al 3,8%. Nelle principali economie il livello spazia dal 2,3% della Germania al 5,4% dell'Italia, con Francia e Spagna al 3,5% e al 4,8% rispettivamente.

Qualche preoccupazione emerge dall'aumento dei crediti classificati nello "stage 2".³ Dopo il lieve miglioramento dell'indicatore nei trimestri centrali del 2021, a dicembre scorso se ne registra ovunque un tendenziale

Società non finanziarie: NPL ratio

(in % dei prestiti; banche significative)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eba

³ Prestiti con un aumento significativo del rischio di credito ma ancora in bonis.

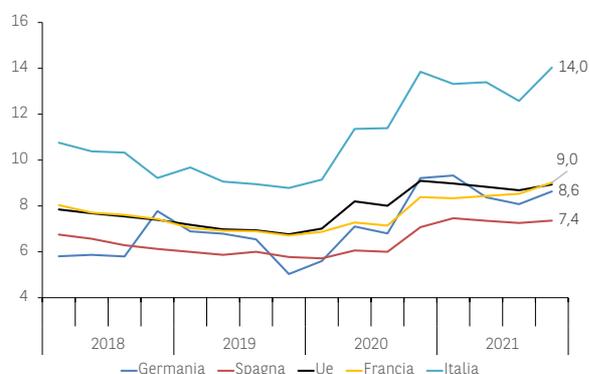


peggioramento (8,9% nella Ue), soprattutto per i paesi in cui le imprese hanno beneficiato di moratorie oppure di garanzia sui finanziamenti. Nell'eurozona, rapportata alla consistenza dei prestiti in bonis, l'incidenza dei prestiti in "stage 2" con moratoria scaduta è salita al 25%, mentre quella dei prestiti con garanzia al 22,6%.

L'evoluzione dei crediti di incerto rimborso è seguita attentamente dalle autorità monetarie considerata la fine della misura di sospensione del pagamento delle rate. La maggiore rischiosità delle imprese con un alto grado di leva finanziaria, bassa liquidità e bassa redditività preesistenti già verificata prima della pandemia risulta ancor più elevata per i finanziamenti che hanno beneficiato della sospensione dei rimborsi.

Prestiti classificati nello "stadio 2"

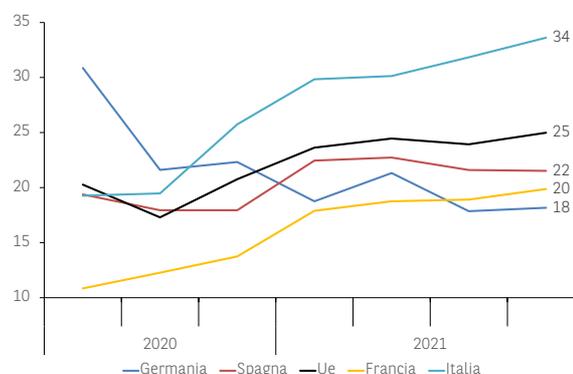
(in % dei crediti in bonis; banche significative)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eba

Prestiti con moratoria scaduta classificati nello "stadio 2"

(in % dei crediti in bonis; banche significative)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eba

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL BNP Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL 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. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

