

Working paper Cnr-Ceris, N.11/2014

LA CRISI FINANZIARIA NEI BILANCI
DELLE IMPRESE: UNA NOTA
CON I DATI MEDIOBANCA

Franco Varetto

**Working
Paper**

**WORKING PAPER CNR - CERIS**

RIVISTA SOGGETTA A REFERAGGIO INTERNO ED ESTERNO

ANNO 16, N° 11 – 2014

Autorizzazione del Tribunale di Torino

N. 2681 del 28 marzo 1977

ISSN (print): 1591-0709

ISSN (on line): 2036-8216

DIRETTORE RESPONSABILE

Secondo Rolfo

DIREZIONE E REDAZIONE*Cnr-Ceris*

Via Real Collegio, 30

10024 Moncalieri (Torino), Italy

Tel. +39 011 6824.911

Fax +39 011 6824.966

segreteria@ceris.cnr.itwww.ceris.cnr.it**SEDE DI ROMA**

Via dei Taurini, 19

00185 Roma, Italy

Tel. +39 06 49937810

Fax +39 06 49937884

SEDE DI MILANO

Via Bassini, 15

20121 Milano, Italy

tel. +39 02 23699501

Fax +39 02 23699530

SEGRETERIA DI REDAZIONE

Enrico Viarisio

e.viarisio@ceris.cnr.it**DISTRIBUZIONE**

On line:

www.ceris.cnr.it/index.php?option=com_content&task=section&id=4&Itemid=64**FOTOCOMPOSIZIONE E IMPAGINAZIONE**

In proprio

Finito di stampare nel mese di Agosto 2014

COMITATO SCIENTIFICO

Secondo Rolfo

Giuseppe Calabrese

Elena Ragazzi

Maurizio Rocchi

Giampaolo Vitali

Roberto Zoboli

Copyright © 2014 by Cnr-Ceris

All rights reserved. Parts of this paper may be reproduced with the permission of the author(s) and quoting the source.

Tutti i diritti riservati. Parti di quest'articolo possono essere riprodotte previa autorizzazione citando la fonte.

La crisi finanziaria nei bilanci delle imprese: una nota con i dati Mediobanca

[The financial crisis in the italian companies' financial statements:
insights from mediobanca' data]

Franco Varetto

CNR-Ceris, via Real Collegio 30,
10024 Moncalieri (To), Italy
Mail: francoww@tin.it

ABSTRACT: The financial crisis had a severe impact on financial statements of Italian manufacturing companies: in 2012 total revenues are still under the level got before 2009, while gross margins (EBITDA) are even below the level of 2007. The decrease of the accounting depreciation rates allowed the companies to contain the fall of net margins (EBIT). The cutback of fixed investments and the slow dynamic of the operating working capital have allowed the companies to limit their external financial needs, whose coverage came mainly from bond issues and net increases of short term financial debts.

Keywords: Crisi finanziaria, Imprese manifatturiere, Bilanci, Struttura finanziaria, Credit crunch, Redditività, Fabbisogni finanziari.

JEL Codes: E32, G31, G32, L25, L60

INDICE

1. INTRODUZIONE.....	5
2. UN PRIMO QUADRO MACRO.....	7
3. I DATI MEDIOBANCA: RICAVI ED EXPORT	10
4. LA DINAMICA DEI MARGINI LORDI.....	11
5. LE CONSEGUENZE DELLA CRISI SUI FATTORI PRODUTTIVI	16
6. LA REDDITIVITA' OPERATIVA.....	18
7. EFFETTO DELLA CRISI SUI FABBISOGNI FINANZIARI	21
8. LE POLITICHE DI COPERTURA DURANTE LA CRISI.....	25
9. L'AGGIUSTAMENTO DELLE STRUTTURE FINANZIARIE	27
10.LA REDDITIVITA' NETTA	29
11.ALCUNE CONCLUSIONI	31

1. INTRODUZIONE

Sono passati quasi sei anni dall'inizio della crisi finanziaria e l'economia reale è in grande sofferenza, soprattutto nei cosiddetti paesi periferici dell'eurozona. In Italia, in particolare, la caduta prolungata del PIL e dei redditi familiari, l'aumento del tasso di disoccupazione, la chiusura di un consistente numero di imprese e l'acuirsi dello stato di crisi in molte altre, la crescita dei crediti bancari a rischio sono altrettante manifestazioni delle difficoltà in cui si dibatte il sistema economico, difficoltà che appaiono più gravi ora che non negli anni di maggiore intensità della crisi finanziaria. Peraltro la caduta congiunturale del PIL iniziata nel terzo trimestre del 2011 si è interrotta nel quarto trimestre del 2013 e nonostante la contrazione ancora registrata nel primo trimestre del 2014 si intravedono alcuni tenui segnali di miglioramento dell'economia, a partire dall'export e dal maggiore ottimismo delle aspettative degli operatori.

Non è questa la sede per una completa disamina delle cause e delle conseguenze della peggiore crisi dal '29; basti ricordare che, iniziata nel secondo semestre del 2007 come tracollo del sistema finanziario, la crisi è stata inizialmente affrontata con cospicue iniezioni di fondi dalle banche centrali e dagli Stati nei sistemi bancari ed in altri intermediari¹ allo scopo di garantirne la solvibilità e la liquidità e per questa via, anche con alcune nazionalizzazioni, stabilizzare la situazione dei mercati, che il fallimento della Lehman Brothers aveva gettato nel panico. Il blocco dell'interbancario, derivante dalla

reciproca sfiducia tra gli intermediari, è stato uno degli esempi eclatanti dello stato di smarrimento dei mercati finanziari e della difficoltà di effettuare in quel contesto valutazioni realistiche e ragionevoli delle attività tossiche che riempivano i bilanci bancari.

Anche i principi contabili sono stati tra le vittime dirette della crisi: i GAAP americani e gli IAS sono stati rapidamente piegati alle esigenze di rinviare il riconoscimento delle perdite da fair value maturate sui titoli inclusi nei bilanci bancari, allo scopo di non deprimerne ulteriormente la base patrimoniale.

Accanto ai trasferimenti di risorse alle banche, la comunità internazionale ha avviato un'ampia riflessione sulle debolezze della regolamentazione dei sistemi bancari, ritenute una delle concause della crisi. Il passaggio dal Basilea 2 a Basilea 3 è stato raggiunto in tempi brevi, così come la statuizione delle tre nuove autorità europee EBA, EIOPA e ESMA, mentre sono ancora in corso le consultazioni per disciplinare gli intermediari too-big-to-fail (SIFI) e l'esatto funzionamento dei fondi europei salva-Stati. Più incerti appaiono i ragionamenti su come regolare il sistema bancario-ombra.

L'enorme ammontare di risorse poste a carico dei bilanci pubblici per i salvataggi bancari ha spostato la crisi dai sistemi bancari agli Stati, innescando la seconda fase delle difficoltà che sta pervadendo in modo specifico l'eurozona, anche per le profonde differenze in termini di ruolo e filosofia di intervento della BCE rispetto alla FED.

Nei paesi più deboli dell'eurozona, cui appartiene pure l'Italia, alla necessità di procedere con il deleveraging di banche, famiglie ed imprese si associa anche

¹ E' sufficiente rammentare il caso della compagnia di assicurazione AIG.

l'esigenza del deleveraging del bilancio pubblico, che comporta un insieme di interventi di politica economica che inevitabilmente conducono a deprimere ulteriormente il ciclo economico. In tale prospettiva, la specificità italiana riguarda l'enormità dei ritardi accumulati nel risanamento delle finanze pubbliche e nella modernizzazione del Paese, mentre sulle famiglie grava un debito di dimensioni contenute ed i bilanci bancari hanno un ammontare di attività tossiche complessivamente limitato².

Le imprese italiane, soprattutto quelle industriali, sono in prima linea nel cercare di contrastare gli effetti della crisi: anch'esse hanno accumulato ritardi, particolarmente gravi nella ricerca applicata e nell'innovazione di prodotto e la crisi non sembra favorire gli investimenti per il loro recupero. Pur con forti differenziazioni tra grandi, medie e piccole imprese, tale situazione sembra caratterizzare la maggior parte delle società, con significative eccezioni favorevoli nelle imprese più aperte ai mercati esteri ed, in particolare, nelle cosiddette multinazionali tascabili.

Il vero pericolo riguarda il fatto che se la crisi dovesse durare ancora troppo a lungo, il Paese rischierebbe di perdere definitivamente una quota importante del sistema industriale, difficilmente rimpiazzabile.

Appare quindi cruciale cercare di comprendere l'intensità degli effetti della crisi

sulle imprese, la loro pervasività settoriale e l'entità dell'assorbimento di risorse che hanno comportato.

L'obiettivo di questa nota consiste nell'individuare le tracce della crisi nei bilanci delle imprese, utilizzando le statistiche rese disponibili da Mediobanca. Nell'edizione 2013 i Dati Cumulativi riguardano l'aggregato di 2033 società per il decennio 2003-2012; le quote di copertura dell'industria manifatturiera, quella che più direttamente interessa in questa sede, dichiarate da Mediobanca ammontano al 47% del fatturato, al 55% dell'export ed al 33% dell'occupazione delle imprese con oltre 20 addetti rilevate dall'ISTAT (dati 2010; 2007 per le esportazioni).

Le elaborazioni utilizzate in questo articolo sono basate sull'unione delle serie di due edizioni dei Dati Cumulativi (l'edizione 2013 e quella 2007) in modo da coprire un arco di tempo di 17 anni (dal 1997 al 2012); le serie storiche dell'ultimo decennio (edizione 2013) sono state retropolate sulla base dei dati della edizione del 2007 in modo da ottenere aggregati più confrontabili possibile, anche se non è stato possibile ottenere una completa omogeneità informativa. E' stata anche predisposta una seconda serie con dati retropolati fino al 1989, ma non è stata utilizzata in questa sede a causa dei rilevanti salti strutturali dei diversi insiemi censiti nelle varie edizioni³.

² Secondo le statistiche internazionali le banche italiane sembrano avere un maggior peso di crediti in sofferenza, ma su tale dato pesa la difformità delle definizioni di non-performing-loans adottate nei vari Paesi, più severe nel nostro Paese.

³ Si confrontino ad esempio le incidenze delle immobilizzazioni finanziarie nei tre anni di congiunzione delle serie 1989-1993, 1994-2002, 2003-2012:

	1992	2001	2003
Immobilizzazioni Immateriali	3.60	5.12	6.25
Immobilizzazioni Materiali Lorde	42.72	38.59	46.19
- Fondo Ammortamento	-22.42	-23.50	-28.67
= Immobilizzazioni Materiali Nette	20.31	15.08	17.51
Immobilizzazioni Finanziarie	19.78	31.97	18.08
ATTIVO IMMOBILIZZATO	43.68	52.17	41.84
Rimanenze nette	21.34	17.36	17.80
Clienti netti	24.53	20.78	23.88
Altre attività correnti	5.81	6.04	12.64
Liquidità	4.64	3.65	3.84
ATTIVO CORRENTE	56.32	47.83	58.16
ATTIVO NETTO	100.00	100.00	100.00
Attivo Lordo	123.78	124.90	130.36
Patrimonio Netto (al netto div delib)	28.00	31.96	30.04
TFR e Fondi Rischi	7.44	6.55	7.22
Debiti Finanziari MLT	11.55	10.62	10.74
CAPITALI PERMANENTI	46.99	49.13	48.00
Debiti Finanziari BT	16.59	16.74	15.80
Fornitori	17.57	17.63	20.42
Altre passività correnti (con div delib)	18.85	16.50	15.79
PASSIVO CORRENTE	53.01	50.87	52.00
PASSIVO NETTO	100.00	100.00	100.00

Oltre alla disomogeneità nella composizione delle società censite, i dati sono influenzati in alcuni anni da cambiamenti nei principi contabili applicati dalle imprese, soprattutto nella transizione ai principi IAS.

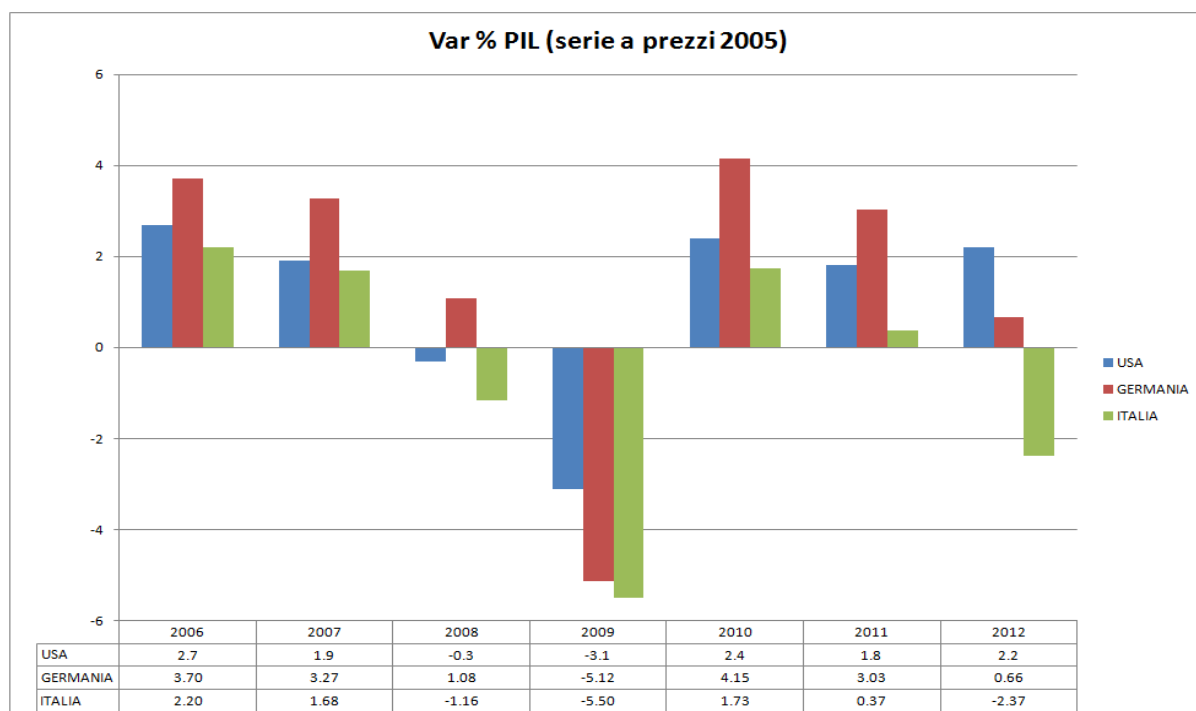
L'aggregato dell'industria Manifatturiera qui usato è stato ottenuto per aggregazione dei settori che lo compongono, compresi l'impiantistica e le società diverse, con esclusione dell'energetico, costruzioni e dei settori del terziario. Rispetto ai dati di contabilità nazionale il valore aggiunto dell'aggregato Manifatturiero ricostruito dai dati Mediobanca nel 2012 è pari al 30.8% del valore aggiunto al costo dei fattori a prezzi correnti⁴.

⁴ Valore peraltro che va inteso in termini di ordine di grandezza, date le notevoli differenze tra le regole della contabilità aziendale e quella nazionale

2. UN PRIMO QUADRO MACRO

Prima di procedere conviene avere un quadro di riferimento macro sul PIL e sulle sue componenti. Il grafico 1 riporta le variazioni % del PIL dell'Italia confrontato con USA e Germania: nel 2007, anno di inizio della fase acuta della crisi, la crescita del prodotto nazionale fa registrare un primo parziale rallentamento rispetto all'anno precedente nei tre paesi considerati, ma è dal 2008 e poi soprattutto nel 2009 che la crisi manifesta in pieno i suoi effetti; in quell'anno infatti il PIL americano si contrae del 3.1%, quello tedesco del 5.1% e quello italiano di ben il 5.5%, dopo una diminuzione dell'1.2% circa dell'anno precedente.

Grafico 1



Fonte: elaborazioni su dati Istat

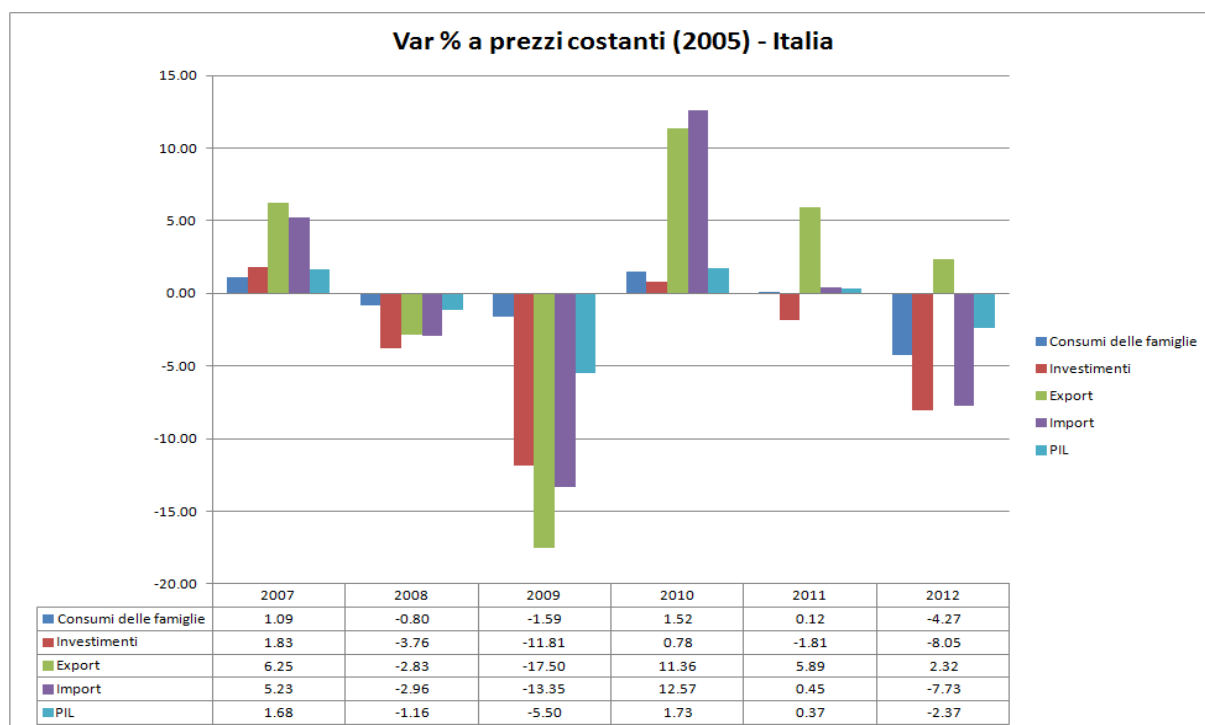
Nel 2010, grazie alle imponenti risorse infuse dai governi, le economie americana (+2.4%) e tedesca (+4.2%) si riprendono in misura significativa, mentre l'economia italiana fa registrare un modesto 1.7%; nell'anno successivo si ha un nuovo rallentamento, più ampio negli USA (1.8%), solo parziale in Germania (3%) ed una sostanziale stagnazione in Italia (0.4%). Nel 2012, anche a causa della manovra di politica economica decisa per ottenere un consistente risanamento delle finanze pubbliche (ed uscire dalla procedura di infrazione europea per deficit eccessivo), l'economia italiana si è

contratta del 2.4%; nel 2013 è proseguita la caduta del PIL con una diminuzione dell'1.9%; solo dal 2014 si dovrebbe registrare una ripresa economica, limitata peraltro a poche frazioni di punto percentuale (+0.6%).

La crisi sembra aver paralizzato le capacità italiane di ripresa e di sviluppo: nel quinquennio 2008-2012 l'economia americana è cresciuta cumulativamente del 2.9%, quella tedesca del 3.7%, mentre quella italiana è diminuita del 6.9%.

Il grafico 2 riporta le variazioni delle principali componenti del PIL italiano.

Grafico 2



Fonte: elaborazioni su dati Istat

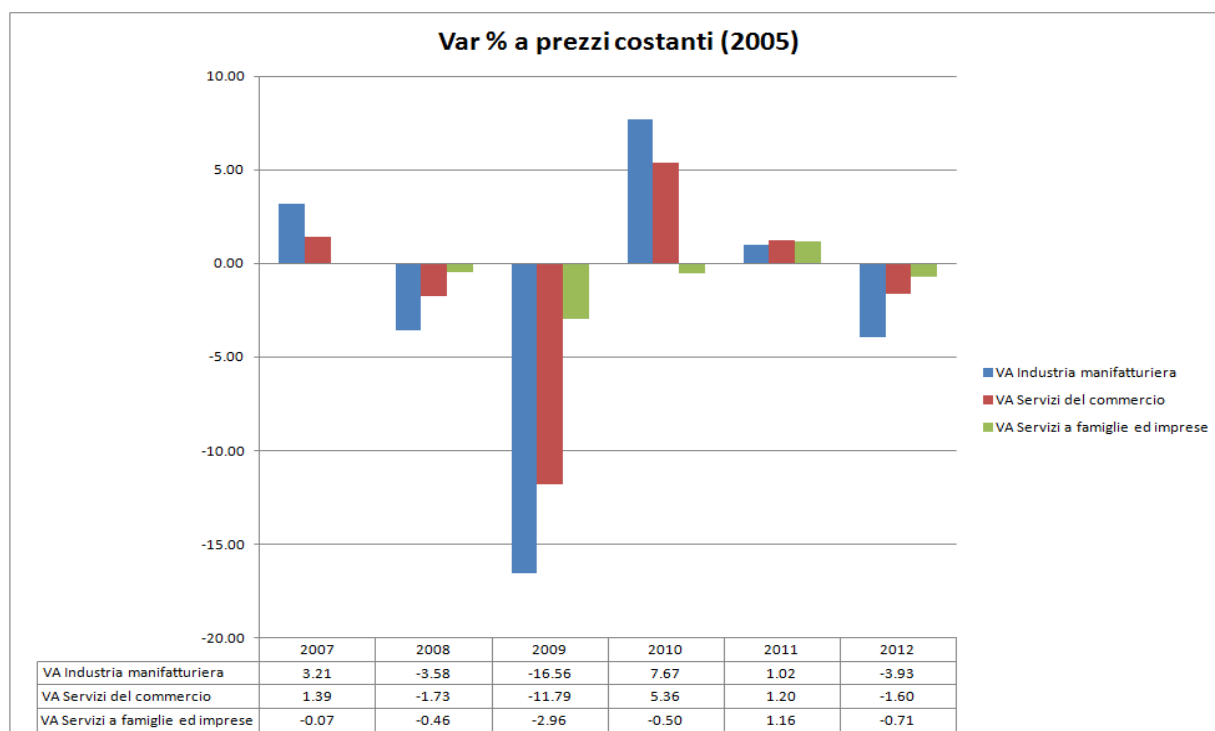
La profonda depressione del 2009 ha inciso in modo particolare su investimenti (-11.8%), importazioni (-13.3%) ed esportazioni (-17.5%); queste ultime sono state anche le più rapide a riprendersi nell'anno successivo (+11.6%) ed a mantenersi ad un livello elevato nel 2012 (+2.3%).

Come i dati mettono chiaramente in luce, le due crisi 2008-2009 e 2012 hanno natura diversa: la prima è stata contraddistinta da una pesantissima caduta delle esportazioni, connessa alla diffusione internazionale della crisi che ha bloccato la domanda dei maggiori Paesi e ridotto il commercio internazionale; nel 2012 invece la crisi appare determinata soprattutto dalla dinamica della domanda interna (-4.3% dei consumi delle famiglie), mentre le esportazioni hanno tenuto,

attenuando gli effetti negativi della crisi sul resto dell'economia.

Il grafico 3 riporta le variazioni a prezzi costanti del valore aggiunto dell'industria manifatturiera, delle costruzioni, del commercio e dei servizi a famiglie ed imprese. In tutti i comparti considerati la caduta del valore aggiunto inizia dal 2008 ed è particolarmente intensa nel 2009 per l'industria manifatturiera; nel 2010 quest'ultima fa registrare una parziale ripresa (+7%), mentre nelle costruzioni la crisi è proseguita per l'intero periodo; a fine 2012 il valore aggiunto a prezzi costanti dell'industria manifatturiera è inferiore al livello del 2007 per il 15.9%, per il 21.8% nelle costruzioni, il 9% per i servizi del commercio ed il 3.4% per i servizi alle famiglie ed imprese.

Grafico 3



Fonte: elaborazioni su dati Istat

3. I DATI MEDIOBANCA: RICAVI ED EXPORT

La crisi finanziaria ha avuto un impatto pesantissimo sulle imprese italiane nel corso del 2009: in quell'anno l'aggregato dei settori manifatturieri censito da Mediobanca ha fatto registrare una caduta del fatturato del 15.6%, con punte di -41.5% nel settore metallurgico, -21.3% nel settore dei mezzi di trasporto e -20.7% nel settore chimico e -20.1% nel tessile; il farmaceutico è l'unico settore in cui nonostante la crisi i ricavi hanno continuato ad espandersi (3.1%).

La caduta del 2009 fa seguito ad una stagnazione delle vendite già intervenuta nell'anno precedente, in cui la variazione dei ricavi dell'aggregato è stata di appena lo 0.9%, con 9 settori su 19 che hanno visto

diminuire, anche sensibilmente, i propri ricavi (tabella 1).

La caduta delle esportazioni è stata significativamente più intensa di quella dei ricavi, anche per la rilevante contrazione del commercio internazionale, ed ampiamente diffusa tra i settori: il fatturato export dell'aggregato manifatturiero di Mediobanca è diminuito nel 2009 del 18.3% (-39.4% nel metallurgico, -25.0% nella chimica, -22.8% nel tessile, -22.6% nel settore mezzi di trasporto e -22.5% nella gomma e cavi).

Peraltro negli anni successivi, la ripresa dell'export è stata più rapida di quella delle vendite sul mercato nazionale ed illustra con chiarezza la stagnazione che affligge l'economia italiana da troppi anni, con una ridotta dinamica della domanda interna che contrasta con la vivacità dei mercati

Tabella 1 - Variazioni % Ricavi, Esportazioni e Margini lordi															
	Var % Ricavi					Var % Export					Var % Margine Operativo Lordo				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
Abbigliamento	4.093	-7.976	-0.934	7.252	-0.633	6.278	-12.256	0.357	14.432	4.537	-3.254	-18.582	-4.941	1.497	-14.446
Alimentare	8.117	-3.475	2.424	6.480	1.954	10.226	0.693	5.212	9.410	6.285	7.578	8.045	-0.467	-2.761	3.090
Cartario	-0.918	-11.180	11.729	4.183	-4.729	-3.207	-12.268	16.646	3.790	-3.667	-9.836	44.659	-13.891	-4.480	-20.423
Chimico	-3.138	-20.712	19.668	9.377	0.316	-5.394	-24.975	28.974	12.263	4.091	-39.544	-41.590	150.592	-13.686	-25.035
Mezzi Trasp.	0.074	-21.323	5.325	5.630	-2.525	5.253	-22.604	8.096	5.655	2.692	-20.304	-49.511	27.681	-60.754	7.010
Elettrodomestici	-7.141	-15.180	-0.866	-4.472	-6.403	-2.518	-20.501	-3.293	-0.848	-0.159	-15.677	-12.110	-3.983	3.560	-19.257
Elettronico	-5.386	-6.770	6.531	2.323	-2.882	-7.970	-6.476	18.913	1.032	-3.818	5.797	-27.364	41.879	-19.474	10.837
Farmaceutico	1.669	3.092	2.539	-0.459	-1.251	1.726	3.314	4.469	3.263	5.319	-0.776	16.697	-1.892	-10.615	-5.042
Gomma-Cavi	-1.726	-19.340	13.051	20.364	-8.627	2.741	-22.505	8.320	22.944	2.587	-35.507	-28.792	93.550	30.066	-4.423
Stampa-Editoria	-6.523	-13.431	-1.121	-1.945	-9.860	4.174	-17.581	-5.375	11.242	-5.316	-28.041	-65.882	145.834	-0.892	-69.020
Meccanico	2.591	-19.317	8.429	8.585	-2.693	4.835	-18.825	9.674	13.050	1.120	-3.979	-34.889	33.694	2.163	-0.575
Prodotti Edilizia	-5.876	-18.254	-7.364	0.222	-8.432	-3.461	-19.513	1.999	4.603	6.574	-32.917	-26.287	-43.372	2.236	-13.823
Metallurgico	0.858	-41.527	28.945	18.244	-6.490	2.056	-39.368	22.686	23.640	1.258	-21.100	-71.040	60.128	34.742	-23.337
Tessile	-6.118	-20.101	11.774	8.787	-1.995	-4.976	-22.787	14.526	12.004	3.413	-41.788	-46.417	100.342	0.485	-2.718
Vetro	3.248	-13.660	6.868	8.507	0.479	2.757	-13.386	9.052	11.431	7.605	1.002	-32.744	21.049	5.158	-14.410
Pelli-Cuoio	4.730	-11.545	11.133	12.664	-3.156	4.538	-16.557	12.920	19.467	1.905	-1.277	-13.250	17.830	8.351	3.838
Legno-Mobili	-3.522	-19.155	8.369	2.402	-3.641	-1.537	-20.647	12.224	9.650	-4.989	-24.409	-39.802	25.276	-0.113	-3.806
Impiantistica	8.585	-5.150	-4.499	0.118	1.586	12.245	-9.339	2.808	5.977	-0.447	21.236	-5.622	-20.619	3.506	-62.541
Soc Diverse	0.174	-3.856	7.738	2.618	0.487	0.689	0.986	15.146	9.210	10.199	-3.822	-4.222	0.771	2.913	-15.106
MANIFATTURIERI	0.948	-15.602	7.343	6.514	-2.067	2.826	-18.268	10.438	9.964	2.386	-10.462	-21.975	14.782	-4.828	-9.772

internazionali (BRICS in particolare): nel 2010 le esportazioni dell'aggregato manifatturiero sono cresciute del 10.4%, rispetto al 7.3% dei ricavi totali e nel 2011 le esportazioni sono salite quasi del 10% circa, rispetto al 6.5% dei ricavi totali. Tale dinamica è comune alla maggior parte dei settori, infatti nel 2010 solo in quattro settori la dinamica dell'export è inferiore a quella dei ricavi, mentre nel 2011 tale relazione si verifica in soli due settori su diciannove. Infine anche nella recente crisi del 2012 l'export ha dimostrato una consistente tenuta, con una crescita del 2.4% rispetto alla diminuzione dei ricavi complessivi del 2.1%, palesemente penalizzati dalla dinamica delle vendite sul mercato interno; nell'anno solo in sei settori su diciannove si sono registrate riduzioni delle esportazioni (cartario, elettronico, stampa-editoria, legno-mobili, impiantistica ed elettrodomestici).

La crisi è stata così pesante e la ripresa così lenta che nel 2012 i ricavi dell'aggregato manifatturiero non hanno ancora recuperato i livelli ante 2009: i ricavi del 2012 sono inferiori del 4.6% rispetto al livello del 2007 e

del 5.5% rispetto al 2008 (tabella 2). I gap sono particolarmente ampi nei settori dei prodotti per l'edilizia, elettrodomestici, stampa ed editoria, legno e mobili, elettronico, meccanico, impiantistica e mezzi di trasporto. In altri settori, come l'alimentare, chimica, farmaceutico, vetro, e pelli e cuoio invece i ricavi 2012 hanno recuperato la caduta drammatica del 2009 e si sono portati oltre i livelli del 2007.

4. LA DINAMICA DEI MARGINI LORDI

Il crollo dei margini lordi dell'aggregato manifatturiero che si è verificato nel 2009 (-21.9%) è stato significativamente più intenso di quello dei ricavi a causa degli effetti connessi alle rigidità della struttura operativa aziendale (leva operativa). La caduta dei margini avvenuta nel 2009 fa seguito ad una rilevante diminuzione verificatasi già nel 2008 (-10.4% circa). La diminuzione dei margini è ampiamente diffusa e si è verificata in 16 settori su 19 nel 2009 e 15 su 19 nel 2008; particolarmente pesanti sono stati i crolli dei

Tabella 2 - Gap rispetto agli anni iniziali della crisi

	DIFFERENZE 2012 % RISPETTO AL 2007				DIFFERENZE 2012 % RISPETTO AL 2008			
	Ricavi	Export	Valore Aggiunto Operativo	MOL	Ricavi	Export	Valore Aggiunto Operativo	MOL
Abbigliamento	1.133	11.951	-13.335	-34.982	-2.843	5.337	-14.499	-32.795
Alimentare	16.039	35.792	14.337	15.971	7.327	23.194	8.917	7.802
Cartario	-2.406	-0.963	-3.377	-14.629	-1.501	2.319	1.102	-5.316
Chimico	0.839	6.974	-18.206	-42.743	4.106	13.073	-1.302	-5.291
Mezzi Trasp.	-14.615	-4.459	-34.253	-78.423	-14.678	-9.228	-28.706	-72.926
Elettrodomestici	-30.187	-25.809	-20.188	-40.499	-24.818	-23.892	-14.953	-29.436
Elettronico	-6.618	-0.542	-0.449	-2.688	-1.303	8.071	-1.281	-8.021
Farmaceutico	5.643	19.406	-3.673	-3.578	3.908	17.381	-3.460	-2.824
Gomma-Cavi	-1.444	8.774	1.237	10.498	0.287	5.872	19.143	71.333
Stampa-Editoria	-29.277	-14.426	-34.330	-81.469	-24.342	-17.855	-28.468	-74.247
Meccanico	-5.169	6.694	0.441	-15.097	-7.564	1.773	-1.101	-11.579
Prodotti Edilizia	-34.588	-11.648	-41.865	-75.329	-30.505	-8.480	-32.032	-63.224
Metallurgico	-15.917	-4.957	-36.195	-62.205	-16.632	-6.871	-27.534	-52.098
Tessile	-10.609	-2.672	-23.030	-38.914	-4.784	2.425	-8.092	4.938
Vetro	3.866	16.379	-5.905	-25.990	0.598	13.256	-7.677	-26.725
Pelli-Cuoio	12.329	19.916	17.947	13.536	7.256	14.711	15.926	15.005
Legno-Mobili	-16.595	-8.650	-21.667	-45.226	-13.551	-7.225	-14.316	-27.539
Impiantistica	0.037	10.378	-10.629	-64.784	-7.872	-1.664	-21.180	-70.953
Soc Diverse	6.999	40.909	-3.257	-18.900	6.813	39.944	-2.236	-15.677
MANIFATTURIERI	-4.601	4.497	-11.811	-31.140	-5.497	1.624	-8.659	-23.094

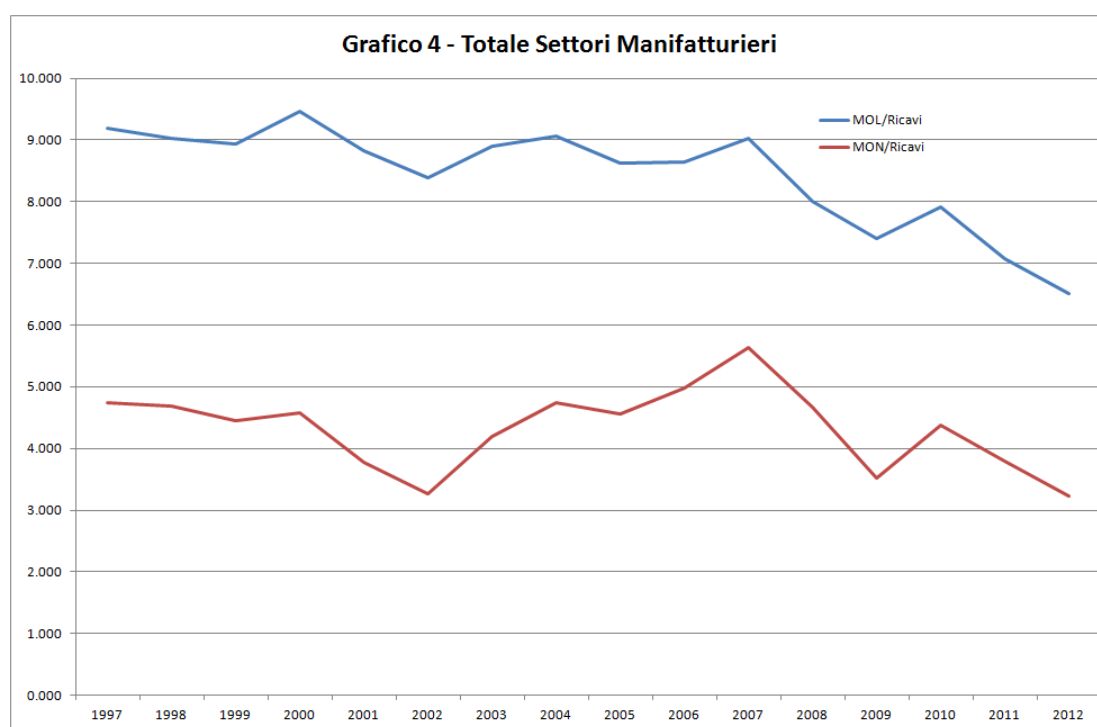
marginari dei settori chimico, mezzi di trasporto, gomma e cavi, stampa ed editoria, prodotti per edilizia, metallurgico tessile e legno e mobili (tabella 1).

Con la ripresa del 2010 i margini lordi sono rapidamente risaliti (+14.8%), ma nel 2011 e soprattutto nel 2012 la stagnazione dell'economia italiana ha nuovamente penalizzato i risultati aziendali, determinando una nuova caduta dei margini lordi (-4.8% e -9.8% rispettivamente), particolarmente severa nei settori dei mezzi di trasporto (-60.7%, 2011) e stampa-editoria ed impiantistica (2012).

Nel complesso, quindi, il livello dei margini lordi del 2012 resta significativamente inferiore a quella del 2007 (-31.1%) e del 2008 (-23.1%). Il gap reddituale rispetto ai livelli pre-crisi è diffuso e particolarmente

profondo in molti settori chiave dell'economia italiana, quali mezzi di trasporto, stampa ed editoria, impiantistica, prodotti per edilizia, metallurgico, abbigliamento, elettrodomestici, vetro, meccanica (tabella 2).

I margini lordi sui ricavi dell'intero comparto manifatturiero si sono mantenuti complessivamente stabili, con oscillazioni congiunturali fino al 2007, per poi risentire della crisi (grafico 4). I margini netti, invece, dal 2001 al 2007 hanno fatto registrare un incremento di 1.9 punti percentuali (dal 3.8% al 5.6%) mentre successivamente l'impatto delle difficoltà è stato più severo rispetto ai margini lordi. Si osservi che l'andamento dei margini netti contabili è stato meno sfavorevole di quanto sia avvenuto in realtà a causa della diminuzione progressiva delle aliquote di ammortamento applicate dalle



imprese⁵ (grafico 5)⁶, che anche per questa via hanno cercato di contenere gli effetti deleteri sui profitti aziendali della stagnazione economica del Paese.

L'applicazione in periodi di difficoltà di aliquote di ammortamento inferiori a quelle in uso nei periodi di normale attività economica può essere in parte giustificata dal minor utilizzo delle immobilizzazioni e dal minor grado di sfruttamento della capacità produttiva: in questa prospettiva peraltro occorrerebbe verificare che a fronte di più basse quote di ammortamento non debbano

⁵ Il dato non è influenzato dalle diverse modalità che si sono susseguite nel tempo di contabilizzazione delle quote di ammortamento anticipate, riclassificate in queste elaborazioni dopo il risultato rettificato; lo stesso vale per l'ammortamento degli avviamenti.

⁶ L'aumento del 2009 dell'incidenza delle quote ammortamento sui ricavi è un effetto puramente aritmetico della caduta dei ricavi.

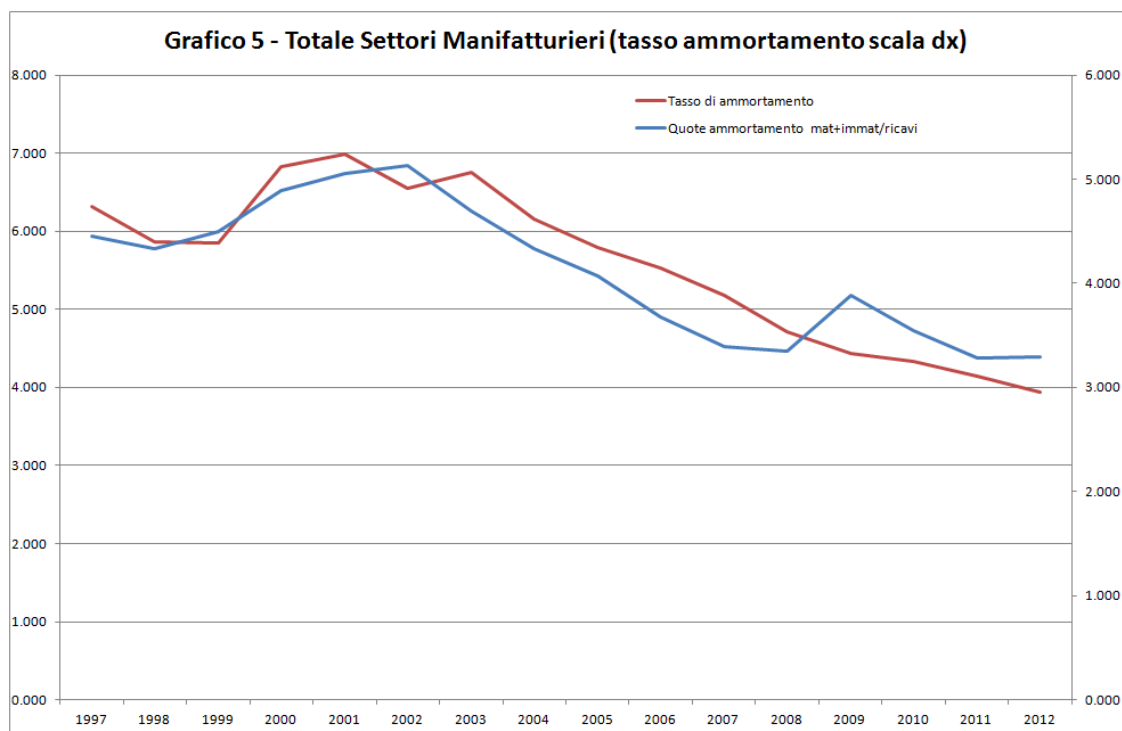
essere operate delle svalutazioni di immobilizzazioni per tenere conto dell'obsolescenza, che si verifica comunque nei periodi di crisi⁷.

L'amplificazione delle variazioni dei ricavi sulle variazioni dei margini lordi può essere quantificata con un semplice modello:

$$\Delta\%MOL_t = \alpha + \beta * \Delta\%RIC_t + \varepsilon_t$$

Ove α sintetizza la capacità dell'impresa di migliorare la propria produttività ed efficienza indipendentemente da variazioni dei ricavi e β rappresenta l'elasticità marginale dei margini lordi sul fatturato, ovvero l'effetto di leva operativa marginale.

⁷ Anzi proprio durante le crisi l'obsolescenza subisce un'accelerazione legata agli sforzi di rinnovamento che le imprese mettono in atto (anche se non immediatamente) per superare le difficoltà.



Il parametro α include tuttavia anche altri effetti, tra cui la dinamica dei prezzi relativi tra input ed output, cambiamenti del mix degli input e dei beni prodotti, modifiche del grado di integrazione verticale e incorporazione od esternalizzazione di attività commerciali, perdite di competitività ed efficienza, non associati alle variazioni dei ricavi; le componenti di questi fattori connesse alle variazioni dei ricavi sono assorbite nella stima del parametro β .

Il grafico 6 riporta le variazioni % dei margini operativi lordi osservate e stimate sull'aggregato manifatturiero. I parametri del modello stimati sull'intero periodo 1997-2012 con i minimi quadrati ordinari sono (tra parentesi i valori dei t-test):

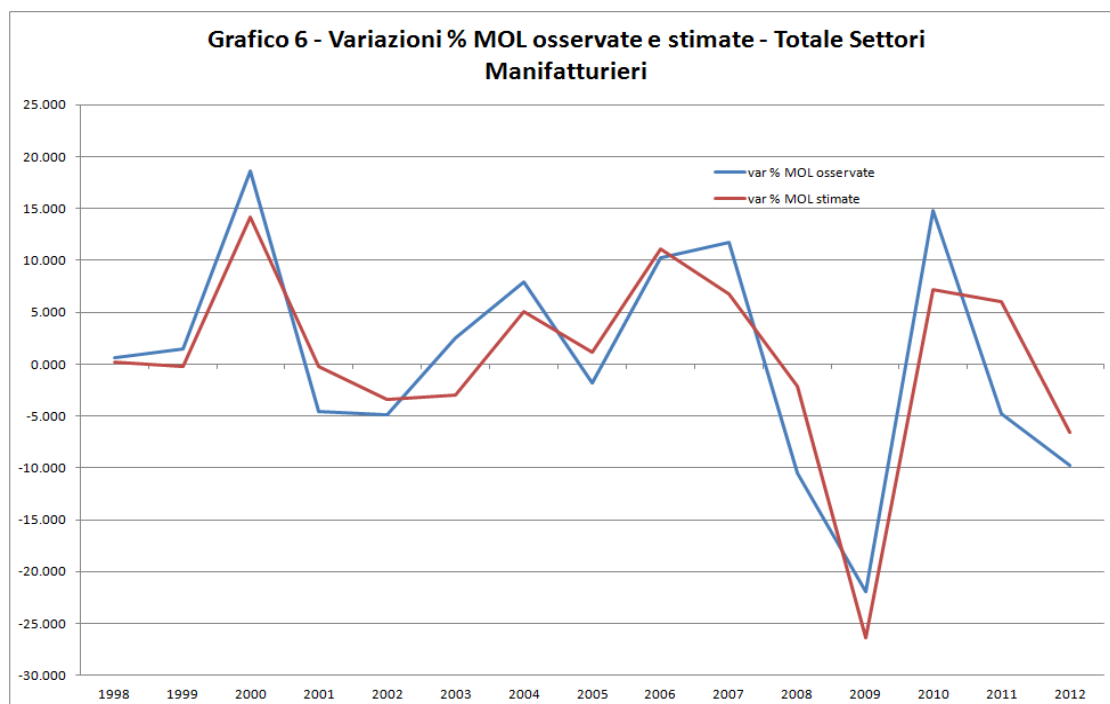
$$\alpha = -3.571 \text{ (-2.29)}$$

$$\beta = 1.465 \text{ (6.45)}$$

$$r^2 = 0.762$$

la leva operativa marginale calcolata sul comparto manifatturiero è di poco inferiore a 1.5, il che significa che una variazione % unitaria dei ricavi si traduce in una variazione % di una volta e mezza sui margini lordi e nei periodi di crisi, quando i ricavi diminuiscono, ciò implica una rapida caduta della redditività. La stima delle variazioni % dei margini lordi degli anni di crisi sembra indicare che le imprese sono riuscite in parte a contenere nel 2009 l'impatto della diminuzione dei ricavi sui MOL, rispetto al business model aziendale di lungo periodo, mentre nell'ultimo biennio la riduzione effettiva è stata più severa di quanto poteva essere prevedibile.

Una conferma di questi andamenti si ha osservando le elasticità della variazione % dei margini lordi rispetto ai ricavi: nel 2009 l'elasticità calcolata sul totale dei settori manifatturieri è stata di 1.41, mentre nel 2012 è stata di oltre tre volte superiore e pari a 4.73



La tabella 3 riporta le stime del modello per i singoli settori per il periodo 1997-2012: in alcuni settori (in particolare nei mezzi di trasporto) i parametri assumono valori spiegabili solo considerando le specificità che hanno contraddistinto l'evoluzione storica delle grandi imprese che li compongono.

Tabella 3 - Stima Leva Operativa Marginale 1997-2012

	α	β	r^2
Abbigliamento	-4.9306	1.8806	0.7845
Alimentare	3.8852	-0.2554	0.0204
Cartario	1.3973	-0.9133	0.0873
Chimico	-5.9229	2.8037	0.4113
Mezzi Trasp.	31.4929	1.2806	0.0049
Elettrodomestici	-4.3786	0.9272	0.2539
Elettronico	2.2011	2.0811	0.5000
Farmaceutico	-5.1217	2.2242	0.6227
Gomma-Cavi	-2.6701	2.0199	0.3657
Stampa-Editoria	1.7432	3.5504	0.2064
Meccanico	-2.3449	1.6983	0.6944
Prodotti Edilizia	-5.8898	2.0472	0.6684
Metallurgico	-5.4326	1.8725	0.9139
Tessile	-0.7970	2.9689	0.5574
Vetro	-2.9356	1.9815	0.6595
Pelli-Cuoio	-2.0089	1.5971	0.6064
Legno-Mobili	-5.6448	2.2341	0.6270
Impiantistica	-1.9516	1.7807	0.2626
Soc Diverse	-2.0808	1.3337	0.3260
MANIFATTURIERI	-3.5716	1.4650	0.7621

Per un esame dei determinanti dell'entità dei parametri di leva operativa occorrerebbe conoscere la composizione dei costi aziendali per classi di variabilità e l'impatto degli altri effetti richiamati sopra; sia pure con i notevoli limiti delle semplificazioni, la componente fissa dei costi aziendali incorporati nei margini lordi (e quindi prima degli ammortamenti) può essere approssimata con il costo del lavoro: la correlazione tra i coefficienti di leva operativa marginale per settore e l'incidenza del costo del lavoro sul fatturato è del 40.2%, mentre la correlazione con l'incidenza della somma del costo per consumi e servizi esterni è negativa (come deve essere) e pari al -20.2%.

5. LE CONSEGUENZE DELLA CRISI SUI FATTORI PRODUTTIVI

Nel 2009 l'occupazione dell'aggregato manifatturiero è diminuita del 2.6% (tabella 4) ed ha riguardato tutti i settori; la riduzione del numero dei dipendenti è proseguita anche in tutti gli anni successivi (-1.1%, -0.08% e -0.9% nel 2010, 2011 e 2012). Sull'intero quinquennio 2008-2012 la diminuzione cumulata è stata dell'ordine del 4.4%; in alcuni settori il restringimento della base occupazione è stato particolarmente intenso: tessile, elettrodomestici, elettronico, stampa ed editoria, gomma e cavi, farmaceutico, prodotti per l'edilizia. Pure nel quadriennio precedente allo scoppio della crisi (2004-2007) il numero dei dipendenti si è ridotto, anche se a tassi inferiori (-0.71%).

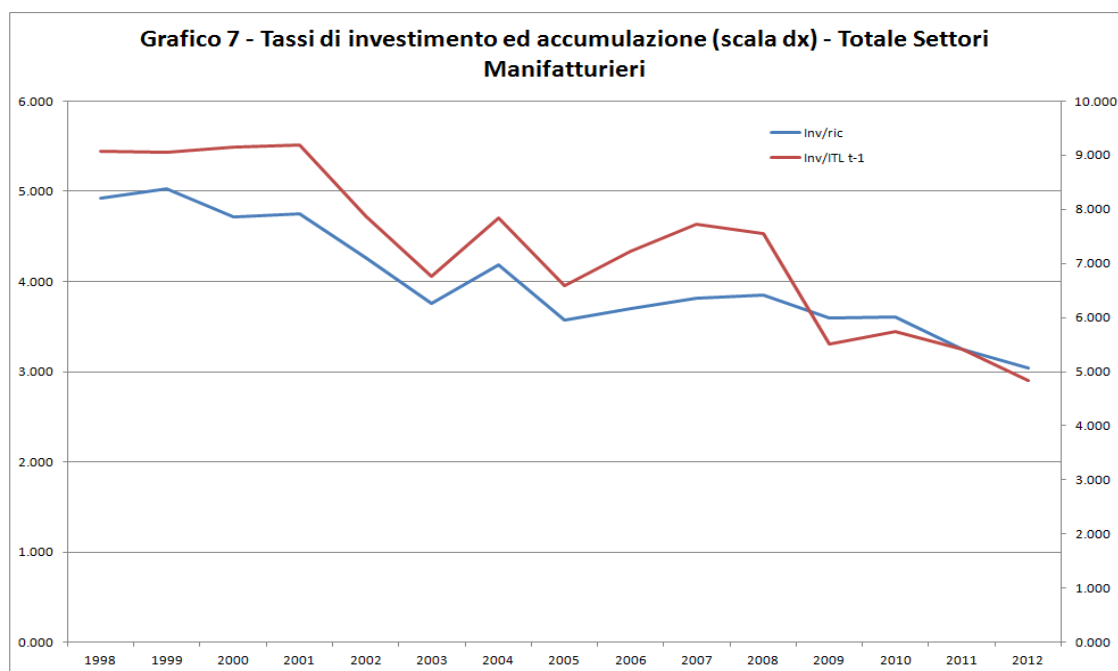
Tabella 4 - var % Dipendenti								
	2008	2009	2010	2011	2012	2004-2007	2008-2012	1997-2012
Abbigliamento	2.295	-2.141	1.128	0.590	-0.994	15.731	0.818	19.839
Alimentare	0.793	-0.367	-1.326	-0.041	0.301	-0.378	-0.650	-8.000
Cartario	-2.199	-3.183	0.206	-1.675	-1.564	-6.630	-8.166	-19.638
Chimico	-2.293	-4.391	-1.243	-0.443	-0.901	-8.389	-8.982	-32.210
Mezzi Trasp.	1.318	-2.053	-1.941	-0.512	-2.200	6.674	-5.316	-30.034
Elettrodomestici	-2.513	-6.142	-5.484	-2.500	-3.324	-12.036	-18.482	-30.045
Elettronico	-2.602	-2.989	-0.520	-0.454	-1.224	-11.176	-7.576	-16.982
Farmaceutico	-2.539	-3.658	-2.880	-2.013	-2.307	-1.685	-12.705	-9.976
Gomma-Cavi	-3.204	-5.223	-2.436	-2.033	-0.189	-8.489	-12.481	-31.811
Stampa-Editoria	-2.926	-3.530	-4.693	-2.377	-3.630	-5.579	-16.032	-25.260
Meccanico	1.482	-2.788	-1.532	0.534	-0.097	-0.369	-2.436	-4.288
Prodotti Edilizia	-2.585	-4.389	-2.979	-3.719	-4.045	-2.164	-16.515	-21.086
Metallurgico	1.159	-3.082	-2.002	0.503	-0.272	-0.449	-3.701	-17.196
Tessile	-4.522	-6.334	-5.412	-3.827	-2.462	-11.834	-20.650	-43.160
Vetro	2.361	-1.039	-1.270	5.434	1.321	-11.982	6.838	-27.940
Pelli-Cuoio	4.342	-0.932	0.104	-0.501	3.346	15.911	6.405	29.464
Legno-Mobili	0.019	-1.957	-3.129	-1.442	-1.677	6.634	-7.946	16.324
Impiantistica	4.452	-0.230	1.336	1.036	-2.203	5.802	4.347	3.269
Soc Diverse	2.463	-1.035	4.676	3.362	1.134	4.078	10.957	40.118
MANIFATTURIERI	0.207	-2.595	-1.087	-0.080	-0.912	-0.712	-4.411	-12.865

Peraltro per l'aggregato manifatturiero la ristrutturazione dell'occupazione è stato un evento praticamente costante nel lungo periodo: sull'intero arco di tempo 1997-2012 il numero dei dipendenti è diminuito costantemente in tutti gli anni della serie; con riferimento ai dati retropolati, l'occupazione era pari a 960 mila unità nel 1997 ed è di circa 836 mila unità nel 2012, con una diminuzione di oltre 123 mila unità (-12.8%): in altri termini sull'intero periodo le imprese manifatturiere hanno espulso circa un ottavo dell'occupazione iniziale. Nei settori tessile,

chimica, elettrodomestici, gomma-cavi e mezzi di trasporto la riduzione dell'occupazione è stata superiore al 30%. I settori pelli e cuoio, abbigliamento, legno e mobili ed impiantistica hanno invece aumentato la base occupazionale complessiva tra il 1997 ed il 2012.

La crisi ha inciso anche sui livelli degli investimenti fissi. La tabella 5 raccoglie i tassi di investimento per unità di ricavo ed i tassi di accumulazione per i singoli settori, mentre il grafico 7 riporta entrambi i tassi per il totale dei settori manifatturieri dal 1997 al 2012.

	Tabella 5 - tasso di investimento e tasso di accumulazione													
	Investimenti materiali / Ricavi*100							Investimenti materiali / Immobilizzazioni tecniche lorde (t-1)*100						
	media	media						media	media					
	1998-2002	2003-2007	2008	2009	2010	2011	2012	1998-2002	2003-2007	2008	2009	2010	2011	2012
Abbigliamento	2.521	2.596	2.745	2.449	2.581	2.209	4.394	9.267	9.049	9.478	6.984	7.177	6.334	12.204
Alimentare	4.122	3.621	3.295	3.578	3.145	2.746	2.668	8.415	7.399	6.960	6.723	5.710	5.129	4.941
Cartario	7.435	4.277	4.268	3.955	4.873	4.238	3.947	8.389	3.909	3.811	2.963	4.017	3.580	3.144
Chimico	5.457	3.445	3.837	3.234	2.699	3.047	2.795	7.817	5.685	6.463	4.072	4.000	4.897	4.364
Mezzi Trasp.	3.649	4.316	4.597	3.841	2.773	2.300	2.683	6.996	9.351	10.250	6.277	4.595	4.381	4.927
Elettrodomestici	3.495	2.457	2.705	2.437	2.770	3.143	2.309	8.135	5.774	6.297	4.662	5.316	5.692	3.822
Elettronico	6.402	3.770	2.357	2.620	3.263	6.658	2.817	15.384	6.764	3.912	4.152	5.392	10.328	4.018
Farmaceutico	4.253	2.829	2.714	2.270	2.520	2.562	2.160	10.901	7.196	6.771	5.549	6.175	6.331	5.103
Gomma-Cavi	6.292	3.148	2.506	3.386	3.527	2.343	2.273	11.309	5.554	5.109	5.419	6.221	4.872	4.272
Stampa-Editoria	2.782	3.946	3.153	1.487	1.722	1.229	1.618	8.180	11.756	7.496	2.855	3.129	2.241	2.721
Meccanico	4.403	3.193	3.166	2.702	2.514	2.606	2.588	10.040	6.966	7.487	4.726	4.668	5.152	4.846
Prodotti Edilizia	7.531	6.423	6.927	6.204	7.133	5.845	6.073	5.935	4.977	4.778	3.303	3.452	2.766	2.596
Metallurgico	7.318	3.805	4.796	5.966	3.883	3.040	3.254	10.568	6.848	10.553	6.757	5.375	4.805	4.688
Tessile	4.999	4.528	4.385	4.792	2.986	3.202	2.802	6.795	4.714	4.313	3.506	2.445	2.867	2.485
Vetro	10.168	7.997	8.116	7.985	9.599	9.990	7.721	7.856	6.092	6.241	5.144	6.406	6.947	5.186
Pelli-Cuoio	3.443	2.302	1.989	1.726	1.572	2.329	1.748	15.735	10.153	10.739	7.047	6.947	11.458	7.684
Legno-Mobili	6.103	3.350	3.412	3.301	2.935	2.844	2.278	12.124	6.159	6.339	3.920	3.673	3.557	2.712
Impiantistica	1.965	1.456	2.009	2.283	6.225	2.125	0.973	10.133	11.947	18.452	16.816	37.589	9.636	4.253
Soc Diverse	4.829	7.768	7.370	7.083	10.722	8.656	7.729	10.930	12.332	10.041	8.102	12.556	9.504	8.055
MANIFATTURIERI	4.739	3.808	3.847	3.599	3.603	3.246	3.037	8.871	7.230	7.554	5.519	5.736	5.411	4.830



I dati mettono in luce che sugli investimenti fissi aziendali hanno inciso non solo l'intenso shock della crisi nel 2009, ma anche le successive prospettive negative sull'uscita dallo stato di difficoltà nel triennio seguente. Peraltro, come per l'occupazione, la diminuzione tendenziale degli investimenti è anch'essa un fenomeno che dura da tempo. Se consideriamo congiuntamente l'espulsione di occupazione e la riduzione degli investimenti non si può non concludere che l'industria manifatturiera italiana, nel suo complesso, ha progressivamente ristretto la propria base produttiva, anche dal punto di vista qualitativo, ponendo le basi per la stagnazione della produttività dell'intero sistema economico.

I dati medi dei sottoperiodi sono chiarificatori: i tassi di investimento nel periodo 1998-2002 sono stati pari al 4.7% dei ricavi per l'aggregato manifatturieri, nel periodo 2003-2007 si sono ridotti al 3.8% ed al 3.5% nel quinquennio di crisi 2008-2012;

nell'anno più recente gli investimenti sono appena il 3% dei ricavi. Evidenze simili emergono dai tassi di accumulazione⁸.

La diminuzione dei tassi di investimento tra i diversi sottoperiodi confrontati con gli anni più recenti è generalizzata a tutti i settori, con alcune limitate eccezioni. La riduzione tra il tasso di investimento del 2012 e la media 1998-2002 è più marcata (oltre 6.5 punti percentuali) nei settori gomma-cavi, cartario, elettronico, metallurgico e legno-mobili.

6. LA REDDITIVITA' OPERATIVA

La redditività operativa è condizionata dalla dinamica dei margini lordi, parzialmente compensata, come si è visto in precedenza,

⁸ Anche rettificando le immobilizzazioni lorde dalle notevoli rivalutazioni, plusvalenze da conferimento ed aggiustamenti di valore collegati al passaggio ai principi IAS il profilo dei tassi di accumulazione non cambia in misura significativa

	Margine Operativo Netto/Capitale Inv Operativo							Margine Operativo Netto/Ricavi						
	media	media						media	media					
	1997-2002	2003-2007	2008	2009	2010	2011	2012	1997-2002	2003-2007	2008	2009	2010	2011	2012
Abbigliamento	17.216	16.159	16.933	12.242	11.798	11.758	8.606	8.111	8.324	8.843	7.089	6.674	6.380	4.918
Alimentare	12.758	11.262	9.754	11.031	10.491	10.059	10.735	5.450	5.237	4.513	5.297	5.079	4.632	4.866
Cartario	9.227	5.066	3.556	8.497	6.602	6.305	3.721	4.803	2.943	2.063	5.507	3.699	3.302	2.030
Chimico	5.552	6.574	1.699	-1.598	7.125	5.745	2.475	2.591	2.628	0.665	-0.748	2.931	2.009	0.850
Mezzi Trasp.	-3.176	0.700	4.485	-3.799	-1.206	-8.339	-6.831	-0.854	0.025	1.328	-1.463	-0.488	-2.591	-2.272
Elettrodomestici	16.465	11.344	7.247	5.870	5.331	6.307	2.833	4.475	2.672	1.932	1.557	1.389	1.842	0.915
Elettronico	1.839	3.094	6.364	2.961	7.759	4.445	5.771	0.911	1.727	3.120	1.396	4.168	2.401	3.114
Farmaceutico	21.597	19.711	18.275	22.638	21.440	20.451	18.352	9.298	9.872	9.376	11.145	10.697	9.401	8.888
Gomma-Cavi	10.325	9.974	7.281	3.380	14.258	21.187	16.713	3.260	2.614	1.988	1.061	4.303	5.280	5.315
Stampa-Editoria	21.820	21.794	10.323	-1.690	9.172	8.882	-2.524	6.873	7.134	4.388	-0.792	3.918	4.058	-1.200
Meccanico	11.457	17.366	19.333	10.215	17.256	15.494	14.115	4.507	5.969	6.379	4.062	6.168	5.979	5.963
Prodotti Edilizia	14.052	13.919	4.744	1.992	-1.548	-1.418	-1.760	9.888	9.261	4.069	2.033	-1.664	-1.430	-1.810
Metallurgico	6.706	12.167	13.073	-0.287	2.854	5.734	3.360	2.878	4.675	5.368	-0.181	1.479	2.590	1.539
Tessile	9.142	7.114	2.810	-0.678	4.770	4.882	4.887	5.090	4.684	2.091	-0.577	3.574	3.492	3.471
Vetro	13.291	14.765	12.078	6.838	9.370	9.902	7.716	7.771	9.348	10.223	5.576	7.770	7.522	5.131
Pelli-Cuoio	16.909	17.111	17.860	14.855	19.431	20.220	20.777	7.912	8.785	9.007	8.188	9.163	8.928	10.027
Legno-Mobili	13.227	8.449	5.121	1.474	2.886	3.153	3.039	6.871	4.478	3.275	1.115	2.080	2.170	2.062
Impiantistica	14.062	28.993	46.444	31.524	23.667	24.368	3.422	2.244	4.445	7.097	6.755	5.212	5.239	0.873
Soc Diverse	21.607	11.261	10.967	10.766	11.184	11.778	9.011	10.146	9.542	9.764	9.529	9.450	9.483	7.171
MANIFATTURIERI	10.226	11.218	10.775	7.079	9.124	8.567	7.061	4.244	4.822	4.665	3.525	4.377	3.796	3.226

dall'attenuazione delle aliquote di ammortamento.

Nel 2007, prima della crisi il rapporto tra margini netti e capitale investito operativo era pari a circa il 14.1%; tale rapporto si è sostanzialmente dimezzato nel 2009 (7.1%), per poi migliorare lievemente nel biennio successivo e ritornare al 7.1% nel 2012 (tab.6).

Praticamente tutti i settori, tranne l'alimentare e l'elettronico, accusano un gap di redditività tra il 2012 ed l'anno precedente alla crisi (2007): il gap è particolarmente ampio nell'impiantistica, nella stampa ed editoria, nel metallurgico, nei mezzi di trasporto e nell'abbigliamento nei quali il divario è superiore alle due cifre.

Inoltre nel settore dei mezzi di trasporto, nella stampa ed editoria e nei prodotti per l'edilizia la redditività operativa si colloca a

livelli negativi (margini operativi netti negativi); l'impatto della crisi è stato grave nel settore dei mezzi di trasporto, nel quale i margini netti sono stati negativi per l'intero periodo 2009-2012: anzi le perdite operative sono maggiori nel biennio 2011-2012 che nel 2009.

Una semplice simulazione consente di avere una stima della redditività operativa delle imprese industriali qualora le aliquote di ammortamento fossero rimaste ai livelli del 2007: i divari di redditività (tab.7) dei margini netti sui capitali investiti operativi sarebbero estremamente più ampi di quanto appaiono dai dati contabili ufficiali; la diminuzione della redditività operativa rispetto all'anno ante crisi è particolarmente significativa nel settore dei mezzi di trasporto, nell'impiantistica, nella stampa ed editoria, nei prodotti per l'edilizia e nel metallurgico.

Tabella 7 - Divari di Redditività Operativa e Divari Rettificati

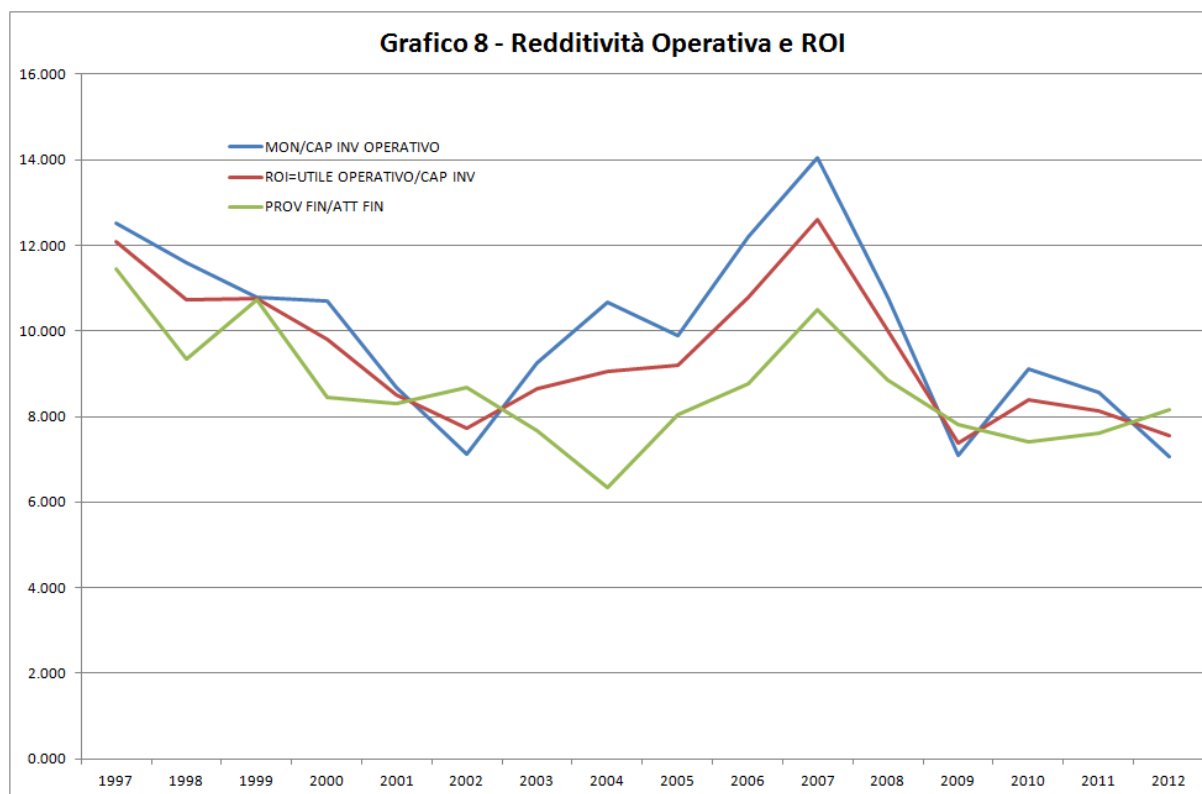
	Divari Mon/Cap Oper		Divari Rettificati	
	2012-2007	2012-2008	2012-2007	2012-2008
Abbigliamento	-11.66	-8.33	-14.43	-8.16
Alimentare	1.28	0.98	-2.85	1.96
Cartario	-0.87	0.17	-14.19	-4.79
Chimico	-5.62	0.78	-17.90	-4.08
Mezzi Trasp.	-17.09	-11.32	-50.49	-33.22
Elettrodomestici	-8.69	-4.41	-24.66	-11.68
Elettronico	2.21	-0.59	-7.60	-2.62
Farmaceutico	-0.80	0.08	-1.69	3.36
Gomma-Cavi	0.20	9.43	-2.39	15.63
Stampa-Editoria	-20.70	-12.85	-34.21	-20.31
Meccanico	-9.28	-5.22	-12.65	-2.15
Prodotti Edilizia	-13.41	-6.50	-30.41	-16.40
Metallurgico	-18.16	-9.71	-28.94	-14.52
Tessile	-4.25	2.08	-11.15	1.08
Vetro	-3.99	-4.36	-19.18	-12.21
Pelli-Cuoio	-0.83	2.92	-1.10	5.15
Legno-Mobili	-7.27	-2.08	-14.17	-4.10
Impiantistica	-39.85	-43.02	-45.95	-46.27
Soc Diverse	-3.70	-1.96	-8.77	-2.63
MANIFATTURIERI	-6.99	-3.71	-14.44	-4.87

Tabella 8 - Redditività delle Attività Finanziarie e ROI

	Proventi Finanziari/Attività Finanziarie							ROI (Risultato operativo/Capitale Investito)						
	media	media						media	media					
	1997-2002	2003-2007	2008	2009	2010	2011	2012	1997-2002	2003-2007	2008	2009	2010	2011	2012
Abbigliamento	6.935	8.036	10.607	12.101	4.882	4.895	6.694	14.011	13.513	14.954	12.193	9.239	9.240	7.973
Alimentare	9.060	7.200	7.208	4.558	5.086	5.861	4.502	11.676	10.220	9.063	9.015	8.790	8.742	8.646
Cartario	7.699	8.006	7.416	5.612	2.807	3.943	3.474	8.789	6.033	4.781	7.581	5.196	5.446	3.634
Chimico	8.712	7.845	9.050	5.666	5.383	5.024	4.946	6.934	7.030	4.448	1.225	6.458	5.437	3.512
Mezzi Trasp.	10.024	7.955	9.463	10.051	10.011	9.112	11.506	4.743	4.983	7.532	4.744	5.599	3.259	5.349
Elettrodomestici	11.269	11.854	16.133	10.388	11.985	8.315	10.457	13.883	11.579	11.668	8.331	8.999	7.419	7.151
Elettronico	16.183	12.254	9.675	6.825	7.724	7.451	7.323	4.932	4.909	7.229	4.074	7.749	5.202	6.184
Farmaceutico	14.222	8.634	7.432	7.260	8.130	8.088	11.698	19.583	15.910	14.167	17.046	16.212	15.132	15.538
Gomma-Cavi	14.570	13.177	10.672	11.988	13.450	9.660	11.097	11.972	11.098	9.245	8.581	13.759	13.799	13.183
Stampa-Editoria	8.659	7.810	9.002	6.031	4.033	4.680	7.490	14.604	12.986	9.499	3.114	5.778	6.246	3.636
Meccanico	8.318	8.365	9.229	8.050	6.962	8.210	6.617	10.248	13.906	15.203	9.266	12.531	12.416	10.921
Prodotti Edilizia	4.786	4.700	6.445	4.612	4.949	4.783	5.173	9.640	9.277	5.568	3.305	1.762	1.906	2.168
Metallurgico	8.234	8.507	8.780	7.583	4.235	4.567	4.325	7.043	11.354	12.178	1.489	3.162	5.465	3.600
Tessile	10.332	8.351	4.939	2.844	2.526	3.013	3.612	9.356	7.340	3.286	0.234	4.179	4.426	4.581
Vetro	7.348	6.753	14.791	7.351	6.943	6.632	2.980	11.841	11.823	12.614	6.981	8.506	8.771	5.900
Pelli-Cuoio	13.457	10.099	8.236	5.339	4.355	14.028	15.735	15.809	14.800	15.877	12.463	15.231	18.525	19.427
Legno-Mobili	9.139	3.909	9.543	3.658	4.817	2.426	2.912	12.285	7.032	6.093	1.997	3.350	2.979	3.007
Impiantistica	16.565	14.326	13.105	16.501	8.619	18.810	14.075	15.079	18.958	24.612	22.893	14.602	20.869	9.862
Soc Diverse	9.291	8.839	6.201	5.108	7.347	6.846	5.051	17.322	10.479	9.248	8.488	9.667	9.916	7.485
MANIFATTURIERI	9.481	8.257	8.843	7.816	7.398	7.600	8.170	9.935	10.057	9.994	7.391	8.379	8.140	7.558

La redditività delle attività finanziarie non è variata di molto nel periodo della crisi: per il totale dei settori manifatturieri era pari a circa l'8.3% nella media 2003-2007 e successivamente ha oscillato fino a scendere

al 7.4% per poi risalire all'8.2% nel 2012. Nei diversi settori i risultati sono fortemente influenzati dalle performance delle partecipate non eliminate nella costruzione dei dati cumulativi.



Poiché nel periodo in esame è cresciuta l'importanza delle attività finanziarie sul totale del capitale investito, passata dal 41.2% del 2007 al 44.8% del 2012 per il totale dei settori manifatturieri, la caduta del ROI⁹ ha assunto un andamento meno sfavorevole di quello della redditività del capitale operativo (tab.8 e grafico 8).

7. EFFETTO DELLA CRISI SUI FABBISOGNI FINANZIARI

I dettagli disponibili nella pubblicazione Mediobanca non consentono una puntuale ricostruzione dei flussi finanziari delle imprese censite e quindi i dati dei fabbisogni e

delle coperture sono parzialmente stimati; le maggiori incertezze riguardano le contropartite delle rivalutazioni, le ricostruzioni delle operazioni di incorporazione e scorporo aggregate ed il movimento delle immobilizzazioni finanziarie e di quelle immateriali.

La tabella 10 riporta la ricostruzione della formazione e della copertura del saldo finanziario netto per il totale dei settori manifatturieri, in % dei ricavi netti; per maggiore evidenza i grafici 10 e 11 illustrano separatamente le principali componenti che determinano il saldo finanziario netto e le principali partite di copertura (i dati sono in migliaia di €; nei grafici le fonti hanno valori positivi, mentre i fabbisogni hanno valori negativi).

⁹ Il ROI è ottenuto aggregando alla redditività del capitale investito operativo il contributo dei proventi finanziari, ponderato con l'intensità delle attività finanziarie sul capitale investito totale.

Tabella 10 - Formazione e Copertura del Saldo Finanziario Netto															
SALDI FINANZIARI (% FATT)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AUTOFINANZIAMENTO OPERATIVO CORRENTE	9.23	9.19	9.27	9.40	8.63	8.68	9.38	9.31	8.84	8.56	7.85	7.61	7.74	7.73	6.42
+ Proventi finanziari	2.39	2.67	2.30	2.47	2.53	2.03	1.68	2.17	2.54	2.95	2.60	2.87	2.70	2.66	3.03
+ Proventi/oneri straordinari	0.04	0.26	-0.23	-0.47	-0.52	-0.52	1.56	0.28	-0.15	0.03	-0.09	-0.14	-0.02	-0.46	0.16
- Oneri finanziari	-2.29	-1.96	-2.32	-2.24	-2.18	-2.02	-1.75	-1.97	-1.91	-2.20	-2.58	-2.09	-1.85	-2.02	-2.06
- Imposte	-2.71	-2.49	-2.46	-1.83	-1.76	-2.15	-2.50	-2.27	-2.36	-2.25	-1.58	-1.51	-1.78	-1.60	-1.43
- Dividendi	-1.99	-3.37	-2.75	-2.53	-2.41	-3.00	-3.01	-2.28	-2.94	-2.76	-2.75	-2.55	-2.59	-2.81	-2.63
AUTOFINANZIAMENTO NETTO	4.68	4.31	3.80	4.80	4.28	3.03	5.38	5.25	4.03	4.32	3.45	4.18	4.19	3.51	3.48
- Var Circolante Operativo	1.05	0.86	1.97	1.48	1.94	-1.01	0.52	2.19	-0.55	0.61	0.88	-1.00	1.07	-0.26	0.04
SALDO DALLA GESTIONE	3.63	3.44	1.83	3.32	2.34	4.04	4.86	3.06	4.58	3.70	2.57	5.18	3.12	3.77	3.44
- Investimenti immat e materiali	8.40	7.09	7.93	6.93	7.05	8.03	6.04	5.79	4.36	5.43	4.87	4.44	4.75	4.35	4.47
+ Disinvestimenti	2.16	2.06	2.52	1.56	2.08	1.75	0.58	1.10	1.76	1.22	1.35	0.98	1.28	1.17	0.85
SALDO FINANZIARIO LORDO	-2.61	-1.59	-3.57	-2.04	-2.63	-2.24	-0.60	-1.64	1.98	-0.51	-0.95	1.72	-0.36	0.59	-0.19
- Investimenti finanziari netti	-0.05	0.37	2.34	2.97	1.67	0.70	2.14	1.87	3.60	0.93	2.31	2.97	2.60	2.31	2.39
+ Saldo altre variazioni	-0.59	-0.32	-2.29	-0.49	-0.83	-1.78	-0.12	0.79	-0.91	-1.11	-0.93	0.19	0.36	0.29	0.52
SALDO FINANZIARIO NETTO	-3.15	-2.28	-8.20	-5.50	-5.13	-4.72	-2.87	-2.71	-2.53	-2.55	-4.19	-1.06	-2.60	-1.42	-2.06
+ Aumento capitale sociale	3.02	1.32	3.32	2.39	3.90	5.07	2.42	2.73	1.33	0.78	1.54	1.63	1.33	0.66	1.51
+ Var Deb Fin MLT	1.09	-0.15	1.47	0.43	1.77	1.13	-0.25	1.54	1.40	0.32	1.50	0.31	0.81	-2.03	-0.32
VAR FABB FIN NETTO BT = DEB FIN NETTI BT (-)	0.96	-1.10	-3.41	-2.68	0.54	1.48	-0.71	1.56	0.19	-1.45	-1.14	0.88	-0.46	-2.79	-0.88
+ Var Deb Fin BT	-0.36	0.65	3.22	3.16	-0.83	-0.69	1.09	-1.59	0.70	1.47	0.75	-0.47	0.54	2.71	1.56
= Var Liquidità	0.59	-0.45	-0.19	0.47	-0.29	0.79	0.38	-0.03	0.90	0.02	-0.38	0.41	0.08	-0.08	0.68

Il saldo finanziario netto (SFN) rappresenta il fabbisogno di finanza esterna dell'impresa (al netto delle variazioni della liquidità). Come i dati mettono chiaramente in luce l'effetto della crisi è stato quello di ridurre il fabbisogno netto delle imprese rispetto ai valori medi degli anni precedenti: in

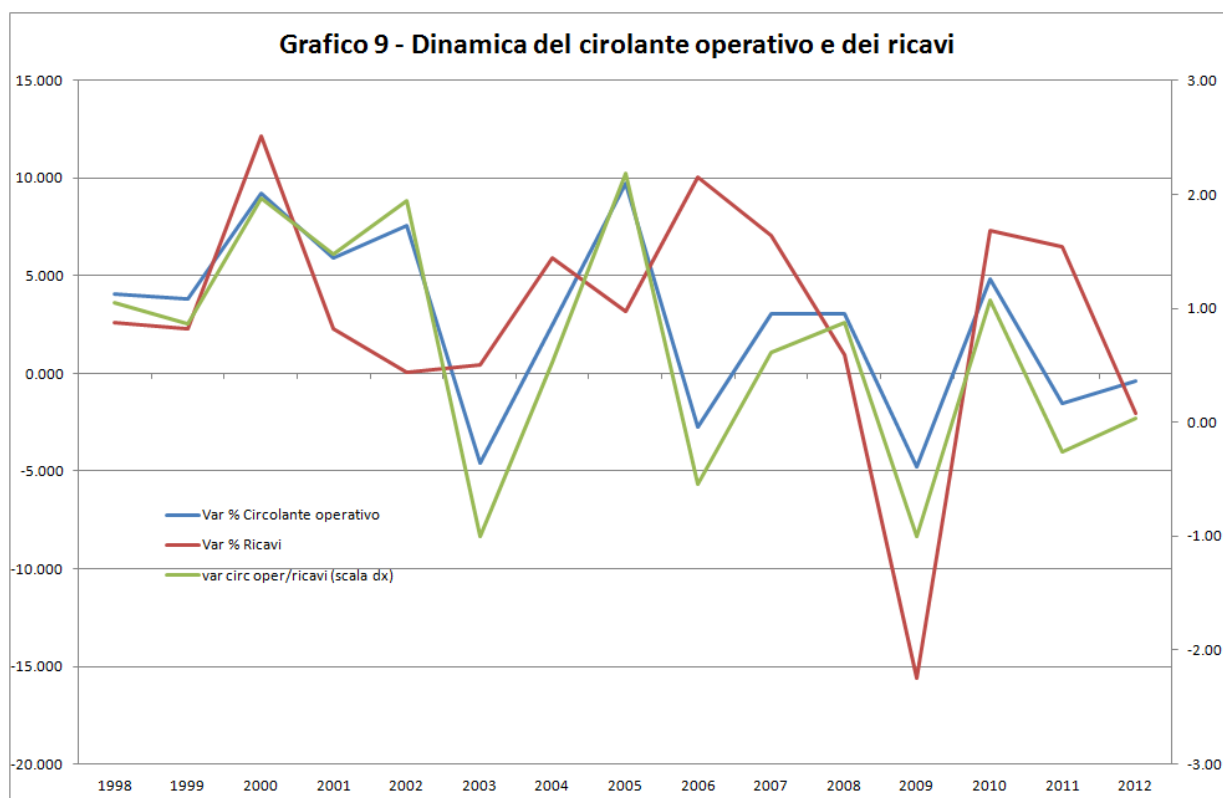
percentuale dei ricavi, il SFN medio del quinquennio di crisi (2008-2012) è pari al 2.3% circa, rispetto ad una media di quasi il 4% del periodo 1998-2007. Nella tabella 11 sono indicati i rapporti tra i valori medi del periodo di crisi ed i valori medi degli anni ante crisi delle varie voci di fabbisogni e

Tabella 11 - Rapporto tra valori medi del periodo di crisi e valori medi ante crisi (rapporti tra valori in migliaia di €)												
	Autof netto	- Var Cap Circ	- Inv fissi	SFL	- inv fin	SFN	Aum cap soc	var deb MLT	var deb BT	var Liq	var deb BT Netti	Ricavi
Abbigliamento	1.5056	2.4643	0.8663	-7.8281	1.2394	0.5741	1.0097	1.4688	-0.7467	0.7813	-2.1366	1.2534
Alimentare	1.2910	1.1726	0.7214	-0.4773	-6.8568	0.8673	0.7889	0.1814	1.5433	0.6200	2.0837	1.3015
Cartario	0.7353	2.3051	0.6299	10.8880	2.2120	-0.0583	0.5141	-0.8261	-14.2028	2.1774	210.3930	1.0653
Chimico	0.4412	0.7341	0.5875	1.0066	-1.3284	1.4301	1.0222	-25.5880	3.4285	0.6277	-0.3635	1.0921
Mezzi Trasp.	0.9052	-0.8889	0.9661	6.0636	1.1000	1.0562	0.4578	0.1410	28.7425	0.5997	-21.7410	1.1302
Elettrodomestici	0.6625	-1.0086	0.8751	0.7912	0.8361	1.3460	0.3249	-1.5810	0.6793	-1.1760	2.5218	0.8691
Elettronico	0.7003	-4.9434	0.5612	0.0361	2.6917	0.2253	0.2519	0.7165	0.6563	-1.5947	0.2793	0.8994
Farmaceutico	1.3007	0.2537	0.7789	-0.6704	1.9397	0.1432	1.2333	-0.2293	-0.3149	8.0081	-0.7133	1.2414
Gomma-Cavi	-9.2896	3.2012	0.7320	-0.2071	11.5045	2.0969	1.7040	6.1999	2.2970	-2.0198	1.5361	1.2965
Stampa-Editoria	0.6426	-1.0120	0.5927	2.1930	0.8182	0.4195	0.5075	-1.4035	1.4095	-1.4310	4.1602	0.8571
Meccanico	1.0905	0.7008	1.0441	0.9082	0.3768	0.9693	0.6229	1.9162	2.1066	1.1110	9.6594	1.2253
Prodotti Edilizia	0.4495	-0.4096	0.7899	0.3273	1.0787	0.9853	0.8369	0.7978	3.5321	-9.8632	1.6705	0.8899
Metallurgico	0.8888	-0.3321	1.0651	0.0681	2.1369	0.5946	1.0278	0.2085	0.4572	1.7211	0.2947	1.3657
Tessile	0.2687	-1.0772	0.5914	2.9295	0.6918	0.3667	1.5747	0.1501	-0.5799	-0.8835	-0.6485	0.8450
Vetro	0.5234	-1.5513	0.8174	-2.3722	46.3254	0.8518	1.8970	0.4590	-0.3175	-0.7391	-0.0659	1.0231
Pelli-Cuoio	1.1905	1.3251	0.9188	0.7115	0.4867	0.2359	0.1370	-2.4185	1.6610	-0.4981	9.3841	1.4146
Legno-Mobili	0.5226	-0.3007	0.6220	-0.1751	-11.4164	0.3188	0.7071	-0.5942	1.0143	-6.8772	1.1695	1.0668
Impiantistica	2.1441	3.4966	1.3872	1.9601	2.7335	1.9343	0.7863	0.5694	1.5551	-1.7438	17.4272	1.4551
Soc Diverse	1.6254	-1.3663	0.7611	-0.6169	2.4761	-0.0248	0.3236	-0.4453	-0.2351	-2.5715	-0.5671	1.2691
MANIFATTURIERI	1.0011	0.2262	0.8184	-0.1013	1.7113	0.6956	0.6095	0.0678	1.7942	0.6580	2.3586	1.1746

coperture finanziarie: la contrazione del fabbisogno di finanza esterna riguarda il 73.7% degli aggregati esaminati, ovvero 14 su 19. La compressione del fabbisogno netto è il risultato dell'impatto della crisi sui conti economici delle imprese e delle risposte di queste ultime alle difficoltà sopraggiunte e al peggioramento delle prospettive: l'autofinanziamento netto (in percentuale dei ricavi), guidato dalla dinamica dei margini lordi, è passato da una media del 4.4% del periodo ante crisi al 3.7% del quinquennio di crisi. Una delle reazioni delle imprese è consistita nella riduzione dei programmi di investimento, già illustrata in precedenza; tale contrazione ha contribuito a contenere l'entità dei fabbisogni finanziari: la somma degli

investimenti in immobilizzazioni materiali ed immateriali è passata da una media del 6.7% ante crisi ad una media del 4.6% del quinquennio di crisi. La contrazione degli investimenti ha riguardato 16 aggregati su 19 (84.2%).

La ridotta dinamica delle vendite ha anche concorso a contenere il fabbisogno di circolante operativo delle imprese: la variazione di circolante operativo sui ricavi è diminuito da una media dello 0.9% ante crisi ad una media dello 0.14% del periodo di crisi. La diminuzione è prevalentemente attribuibile al rallentamento del tasso di crescita dei ricavi più che alla variazione dell'incidenza del circolante operativo per unità di fatturato (grafico 9).



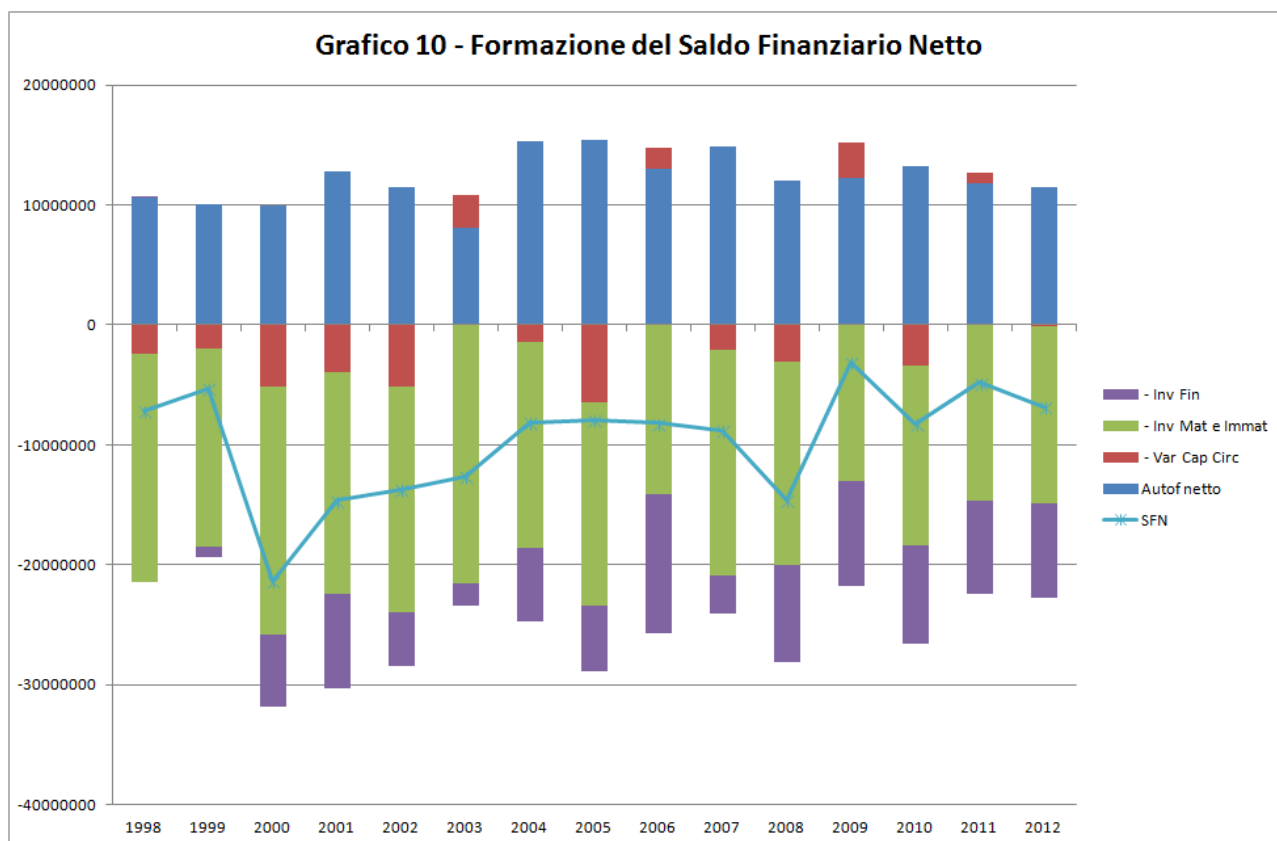
Infatti come si può osservare nella tabella 12, che riporta i principali parametri della gestione del circolante per sottoperiodi, la riduzione dell'incidenza del circolante operativo sui ricavi, tra prima e durante la crisi, è complessivamente lieve nell'aggregato complessivo manifatturiero (dal 22.8% al 22.6%) e la sua diffusione è limitata ad una minoranza di settori: solo in 6 aggregati su 19 hanno sperimentato una diminuzione del rapporto. I singoli dati consentono di comprendere meglio l'effetto della crisi sulle politiche del circolante:

- a) Il rallentamento delle vendite e le connesse difficoltà di collocare i prodotti hanno allungato la durata delle giacenze di magazzino (da 75.4 a 89.2 giorni); solo in 5 aggregati su 19 si è registrato un contenimento della durata delle scorte, mentre nei rimanenti 14 la durata è

cresciuta, in alcuni casi in misura assai rilevante (gomma e cavi, prodotti per edilizia, impiantistica, mezzi di trasporto, meccanica e metallurgia)

- b) Le difficoltà di reperimento di risorse esterne (credit crunch) è stato in parte compensato con la diminuzione dei termini di pagamento da parte delle imprese: le dilazioni concesse ai clienti sono diminuite in 14 aggregati su 19, mentre quelle ottenute dai fornitori si sono ridotte solo in 10 aggregati.
- c) Con tutta probabilità le difficoltà di accesso al credito bancario hanno pervaso così severamente le imprese che la variazione dei termini di pagamento attivi e passivi osservata sulle imprese censite da Mediobanca è meno ampia di quanto sarebbe stata in un contesto creditizio meno stressato

	Cap Circ Operativo/Ricavi			GG Magazzino			GG Crediti			GG Fornitori		
	media	media	media	media	media	media	media	media	media	media	media	media
	1997-2002	2003-2007	2008-2012	1997-2002	2003-2007	2008-2012	1997-2002	2003-2007	2008-2012	1997-2002	2003-2007	2008-2012
Abbigliamento	35.019	29.115	32.088	66.726	64.011	67.318	131.231	112.639	113.456	102.275	103.335	99.393
Alimentare	20.354	21.903	20.971	51.141	50.915	48.782	83.410	85.018	84.554	83.591	87.865	88.961
Cartario	20.257	20.952	20.175	47.073	46.201	43.500	113.288	112.340	104.263	111.268	113.416	110.946
Chimico	23.998	20.652	21.826	40.925	38.855	41.424	92.099	90.295	82.162	77.938	75.669	69.924
Mezzi Trasp.	15.044	12.490	10.393	122.227	107.623	134.626	100.074	71.069	66.060	133.789	131.769	121.317
Elettrodomestici	16.899	14.649	17.116	34.613	36.405	35.857	104.989	104.100	101.999	119.465	111.673	110.886
Elettronico	37.585	38.437	31.789	82.996	101.653	107.037	139.090	146.045	139.580	109.978	112.803	133.593
Farmaceutico	28.854	34.960	36.820	57.285	53.533	52.440	104.127	110.230	111.614	81.514	79.192	75.152
Gomma-Cavi	23.291	14.702	19.479	43.170	46.803	94.241	121.028	102.721	96.787	123.069	101.135	101.500
Stampa-Editoria	23.040	20.060	24.063	27.783	26.375	25.091	116.425	112.848	130.987	121.748	124.515	136.059
Meccanico	24.368	22.306	22.369	168.484	100.061	114.433	127.570	115.547	107.219	129.908	124.839	123.448
Prodotti Edilizia	34.083	34.589	49.694	61.621	62.357	88.363	128.099	126.051	140.126	123.792	112.508	115.981
Metallurgico	26.081	25.372	27.069	72.277	66.249	75.766	95.183	98.973	87.255	91.757	88.541	90.767
Tessile	38.666	44.883	45.129	105.090	107.002	111.982	108.743	122.194	119.509	105.134	100.573	98.879
Vetro	28.242	34.704	33.721	66.478	59.331	61.105	94.080	84.882	81.799	119.801	108.570	122.097
Pelli-Cuoio	32.324	34.168	34.953	64.157	73.088	76.858	101.580	107.202	106.207	87.157	85.473	79.831
Legno-Mobili	25.100	29.381	31.396	58.419	65.547	69.589	108.376	126.326	126.285	95.709	105.678	99.788
Impiantistica	14.727	12.523	13.278	604.254	303.985	395.612	149.804	158.285	182.462	143.344	154.988	192.003
Soc Diverse	21.704	20.789	11.448	35.880	27.844	31.220	109.724	109.403	94.961	112.349	114.505	115.420
MANIFATTURIERI	23.629	22.891	22.611	95.358	75.447	89.182	107.698	102.079	98.263	107.813	105.926	105.272



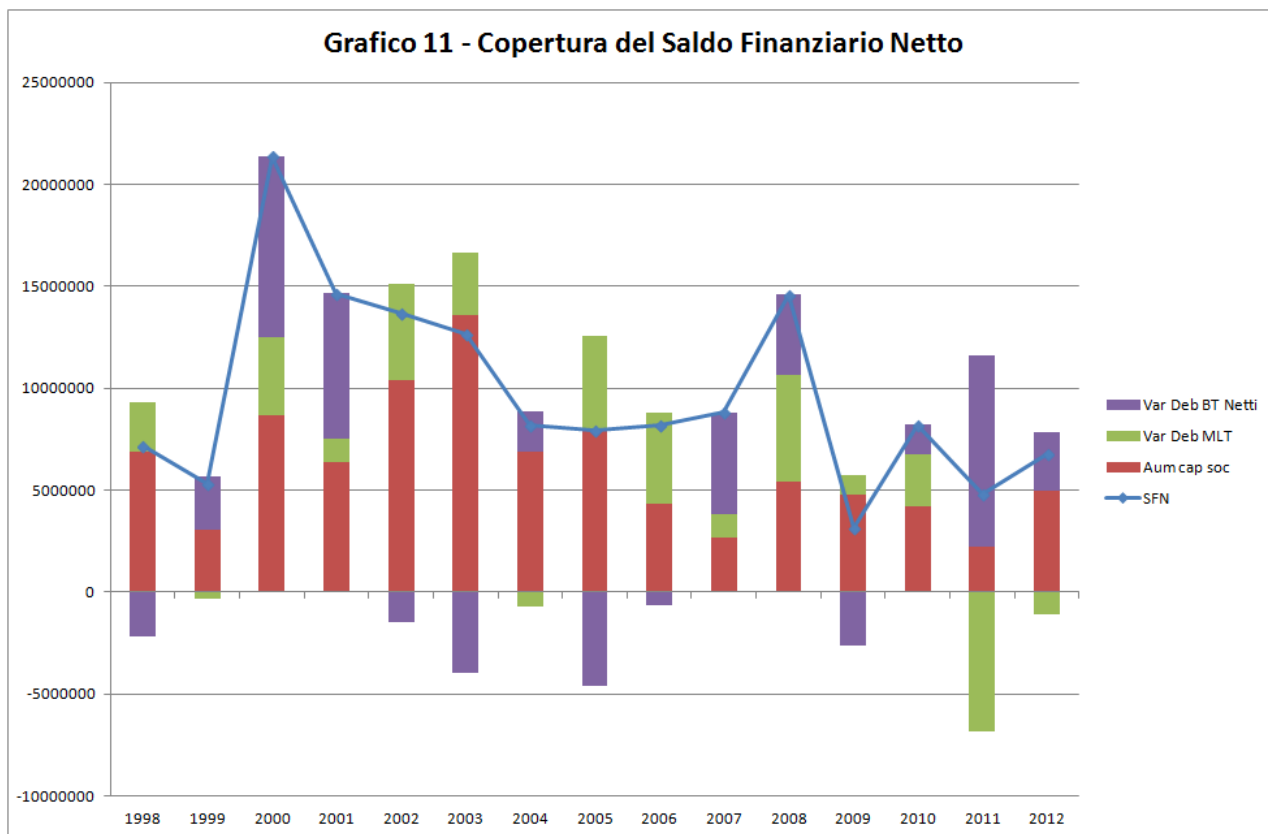
A differenza dei fabbisogni operativi (investimenti fissi e circolante operativo), gli investimenti in immobilizzazioni finanziarie sono significativamente cresciuti durante la crisi: il valore medio degli investimenti in partecipazioni ed altre immobilizzazioni finanziarie in % dei ricavi è salito dall'1.6% al 2.5% tra gli anni prima e durante la crisi (anche in relazione al calo dei ricavi). Tale comportamento è diffuso nella maggior parte degli aggregati: solo in 5 settori su 19 gli investimenti finanziari durante la crisi sono diminuiti rispetto alla media ante crisi. A concorrere alla crescita degli impieghi finanziari ha contribuito anche il sostegno alle società controllate, reso urgente dal diffondersi della crisi. In effetti dal 2008 gli investimenti in immobilizzazioni finanziarie sono aumentati sensibilmente e sono rimasti

costantemente su livelli elevati per il quinquennio, fino al 2012.

8. LE POLITICHE DI COPERTURA DURANTE LA CRISI

Le coperture del fabbisogno netto di finanza esterna¹⁰ sono riconducibili essenzialmente agli aumenti di capitale sociale, alle variazioni dei debiti finanziari a medio e lungo termine ed alle variazioni dei debiti finanziari netti a breve termine (al netto delle variazioni di liquidità).

¹⁰ Nel grafico 11 il SFN è riportato con segno invertito per una migliore illustrazione della relazione tra livello del fabbisogno esterno netto e le singole componenti di copertura.



I dati aggregati mettono in luce profondi cambiamenti della politica finanziaria delle imprese nel quinquennio 2008-2012 rispetto ai periodi precedenti:

- a) Durante la crisi gli aumenti di capitale azionario sono stati notevolmente minori delle emissioni medie ante crisi: nel periodo 2008-2012 gli aumenti di capitale sono ammontati in media all'1.3% dei ricavi rispetto ad un valore medio doppio precedente (2.6%); tuttavia le emissioni di nuove azioni sono state più continue e stabili rispetto agli anni precedenti: la loro variabilità seriale relativa è infatti inferiore nel quinquennio di crisi;
- b) Non solo le imprese hanno avuto difficoltà ad emettere azioni, ma lo hanno fatto anche con minori sovrapprezzi: il sovrapprezzo medio ponderato in

percentuale degli aumenti di capitale è passato dal 29% degli anni pre-crisi al 17.4% del periodo di crisi;

- c) L'incremento medio dei debiti finanziari a medio e lungo termine¹¹ si è quasi azzerato durante la crisi: 0.05% dei ricavi rispetto ad una media annua dello 0.87% precedente. Questi valori sintetizzano dinamiche diverse nelle varie classi di indebitamento: sono significativamente cresciute le emissioni di prestiti obbligazionari (da una media di 0.02% allo 0.16%); i debiti a medio e lungo termine verso banche hanno subito un rimborso netto dello 0.19% dei ricavi durante la crisi mentre nei periodi

¹¹ I debiti finanziari a medio e lungo termine sono al netto delle quote correnti in pagamento nei successivi 12 mesi

precedenti le imprese avevano beneficiato di incrementi medi dello 0.23%; anche i debiti finanziari a MLT verso consociate hanno subito un drastico ridimensionamento (da 0.58% a 0.14%). I dati confermano che anche le imprese grandi e medio-grandi hanno subito gli effetti del credit crunch nel ricorso ai finanziamenti di struttura a titolo di debito e che hanno cercato di contrastarlo ricorrendo al debito di mercato, tramite emissioni obbligazionarie. Questa valvola di flessibilità, ovvero lo spostamento di quote del debito bancario in debito di mercato, non è accessibile alle piccole e medie imprese, sulle quali il credit crunch ha avuto impatti sicuramente maggiori;

- d) Le minori disponibilità di debiti a MLT sono state più che compensate dagli incrementi netti di debiti finanziari a breve termine: in media l'aumento netto di debiti a BT è stato dell'1% dei ricavi durante la crisi rispetto allo 0.68% medio degli anni ante crisi. Anche in questo caso la variabilità degli incrementi si è ridotta tra prima e durante la crisi: il ricorso al debito a breve ha rappresentato quindi una fonte più continua. L'incremento medio ha riguardato sia il debito verso banche e terzi (da 0.14% a 0.21%), sia il debito verso consociate, che è cresciuto in misura significativa (da 0.54% a 0.8% in media.). Tale andamento contrasta con l'ipotesi del credit crunch e con le statistiche nazionali sulla contrazione del credito bancario: mentre vi sono evidenze che illustrano l'aggravarsi dei problemi

derivanti dalla mancata disponibilità di finanziamenti bancari a breve termine per le PMI, i dati Mediobanca non recano tracce di tali problemi per le imprese grandi e medio-grandi, fino al 2012, nella provvista di fondi a breve. I debiti finanziari a breve verso banche sono infatti diminuiti nel quinquennio di crisi solo in 6 aggregati su 19, mentre in tutti gli altri 13 sono aumentati.

- e) La chiusura degli squilibri finanziari si scarica in genere sui saldi di liquidità, con accumulazione negli anni in surplus e riduzione nei periodi di deficit di cassa. Nel quinquennio di crisi, a conferma delle difficoltà delle imprese, l'incremento netto medio della liquidità disponibile è stato inferiore (0.14%) e con maggiore variabilità rispetto alla media degli anni precedenti (0.22%).

9. L'AGGIUSTAMENTO DELLE STRUTTURE FINANZIARIE

Nell'arco di tempo considerato le strutture finanziarie dell'aggregato manifatturiero hanno subito aggiustamenti sotto la pressione delle crescenti difficoltà incontrate dalle imprese. La tabella 13 riporta la composizione del debito finanziario all'inizio della serie storica, al 2007 (prima della crisi) ed al 2012. Negli undici anni dal 1997 al 2007 la composizione dell'indebitamento finanziario delle imprese censite da Mediobanca era migliorato dal punto di vista qualitativo: si era rafforzata la componente a medio e lungo termine mentre la dipendenza dal debito bancario si era andata attenuando, sostituita dal sostegno proveniente dal gruppo.

	1997	2007	2012
Prestiti Obbligazionari	3.03	2.57	4.36
Debiti Fin MLT v.Banche	27.39	25.44	19.18
Debiti Fin MLT v.Consociate	4.80	14.58	13.94
Debiti Fin MLT v.Altri	3.20	3.90	2.58
TOTALE DEB FIN MLT	38.43	46.49	40.05
Debiti Fin BT v.Banche	40.90	27.06	26.53
Debiti Fin BT v.Consociate	20.67	26.45	33.41
TOTALE DEB FIN BT	61.57	53.51	59.95
TOTALE DEB FIN	100.00	100.00	100.00

L'incremento della quota del debito verso consociate era cresciuta sia nel finanziamento a MLT che in quello a BT. Nel quinquennio di crisi invece la qualità del debito finanziario si è impoverita, con l'incidenza del debito a MLT che è ritornata verso i livelli del 1997, guidata sia dal minor volume di investimenti fissi sia dal razionamento dei finanziamenti bancari.

In tale contesto è cresciuta l'importanza dei prestiti obbligazionari e dei finanziamenti da consociate a breve termine, mentre è diminuita l'incidenza dei debiti bancari a MLT.

Peraltro non è cambiata di molto la struttura finanziaria dell'aggregato delle imprese: il patrimonio netto rappresentava il 56% della somma del patrimonio e dei debiti finanziari nel 2007 ed il livello è rimasto complessivamente costante nel quinquennio

successivo; a fine 2012 il rapporto si è collocato al 56.1% (tabella 14).

Sono peggiorati invece i livelli di liquidità corrente e le principali metriche di sostenibilità economica del debito finanziario e del suo costo. La liquidità corrente è diminuita di 5.76 punti percentuali tra il 2007 ed il 2012 (da 113.81% a 108.05%), il rapporto tra debiti finanziari ed EBITDA (MOL) è cresciuto da 3.18 volte a 5.47 volte e l'assorbimento del MOL da parte degli oneri finanziari è aumentato di 7.3 punti percentuali circa (da 24.39% a 31.68%).

Il peggioramento della liquidità corrente è connessa alla crescita della componente a breve termine dell'indebitamento finanziario, mentre la diminuzione delle metriche di sostenibilità del debito risente soprattutto della difficoltà delle imprese sul piano economico.

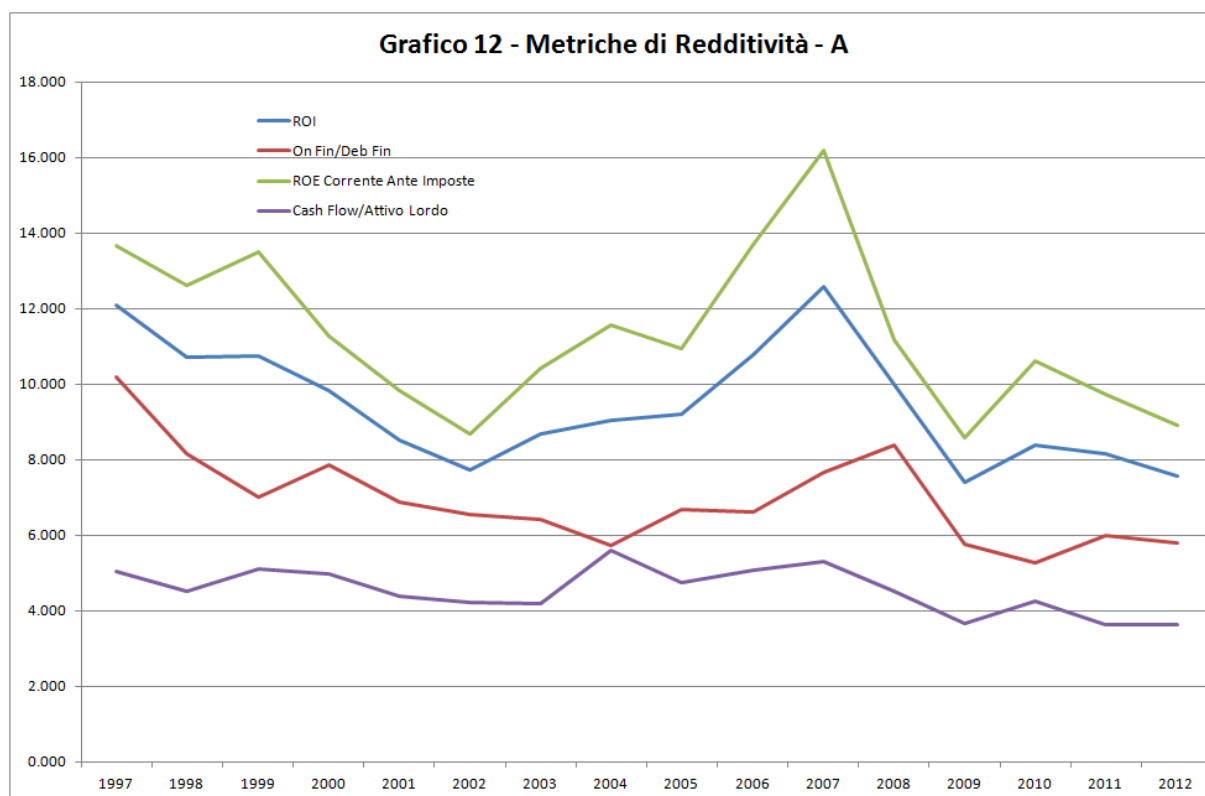
	1997	2004	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PN/PN+Debiti Fin totali	53.45	55.58	56.00	56.38	56.65	56.81	56.11	56.11
Deb Fin BT/Deb Fin Totali	61.57	58.33	53.51	52.03	50.95	50.54	57.57	59.95
Att Correnti/Pass Correnti	113.83	113.74	113.81	113.82	113.43	113.03	107.80	108.05
Liquidità/Pass Correnti	8.31	8.77	9.01	8.24	9.12	8.76	8.08	9.15
Deb Fin Totali/EBITDA	3.05	3.36	3.19	3.84	4.90	4.44	4.76	5.47
OF/MOL	31.02	19.27	24.39	32.16	28.18	23.41	28.52	31.68

10. LA REDDITIVITA' NETTA

Le metriche di redditività netta sintetizzano gli effetti della crisi sui risultati finali delle imprese. Il grafico 12 riporta gli andamenti della redditività sul capitale investito, il costo apparente del debito finanziario, la redditività corrente ante imposte sul patrimonio netto e, come variabile di controllo, il rapporto tra cash flow ed attivo lordo. Quest'ultima variabile è robusta rispetto alle scelte delle imprese riguardanti gli ammortamenti, le svalutazioni e le riprese di valore iscritte a conto economico. La differenza tra ROE Corrente Ante Imposte e ROI è attribuibile all'effetto contabile di leva finanziaria, legato allo spread tra ROI e costo del debito.

L'impatto della crisi è evidente nei valori di redditività: il ROI è diminuito dal 10% della media degli anni pre-crisi all'8.3% del

quinquennio 2008-2012 (tabella 15). In tale periodo la redditività del capitale investito ha avuto una progressiva caduta nel 2008 e più ancora nel 2009, poi è migliorata nel 2010 con il recupero ciclico di quell'anno e successivamente è rapidamente peggiorata nell'ultimo biennio. Il costo contabile del debito finanziario ha avuto oscillazioni nei 16 anni della serie storica, ma in media si è ridotto di circa 1 punto percentuale tra prima e durante la crisi (dal 7.25% al 6.23%). Lo spread tra ROI e costo del debito è pertanto diminuito (dal 2.74% al 2.06%) pur restando positivo. Sull'intero periodo il ROI si è sempre mantenuto superiore al costo del debito e quindi il ROE corrente ante imposte è restato costantemente migliore del ROI; nelle medie dei sottoperiodi, il ROE corrente ante imposte è passato dal 12.03% al 9.8%, con una caduta di circa 2.2 punti percentuali.



Tenendo conto dell’impatto delle partite straordinarie (svalutazioni, ripristini di valore, plus e minusvalenze da realizzo, sopravvenienze attive e passive) e delle imposte il ROE si colloca a livelli medi inferiori al ROE corrente ante imposte, con un profilo temporale grosso modo simile: il ROE passa da una media del 7% circa ante crisi ad una media del 5.1% durante il quinquennio di crisi (grafico 13). Sul grafico 13 è anche riportata una misura di rendimento per cassa per gli azionisti (dividendi deliberati nell’anno/patrimonio netto) in modo da avere una ulteriore prospettiva di analisi: anch’essa mette in luce una progressiva diminuzione dei

rendimenti delle imprese, che in media si riducono di circa 2 punti percentuali (dal 7.1% al 5.1%) tra prima e durante la crisi. La caduta è lievemente superiore a quella del ROE, ma sotto certi aspetti è più significativa tenuto conto delle aspettative future che vengono incorporate da parte delle imprese nelle decisioni riguardanti la politica di dividendo. La diminuzione del tasso di dividendo deliberato sul patrimonio netto è stata pervasiva ed ha riguardato 15 aggregati su 19, uno in più della diminuzione del ROE e del ROI: a titolo di confronto, la riduzione del cash flow/attivo lordo si è verificata in 18 aggregati su 19.

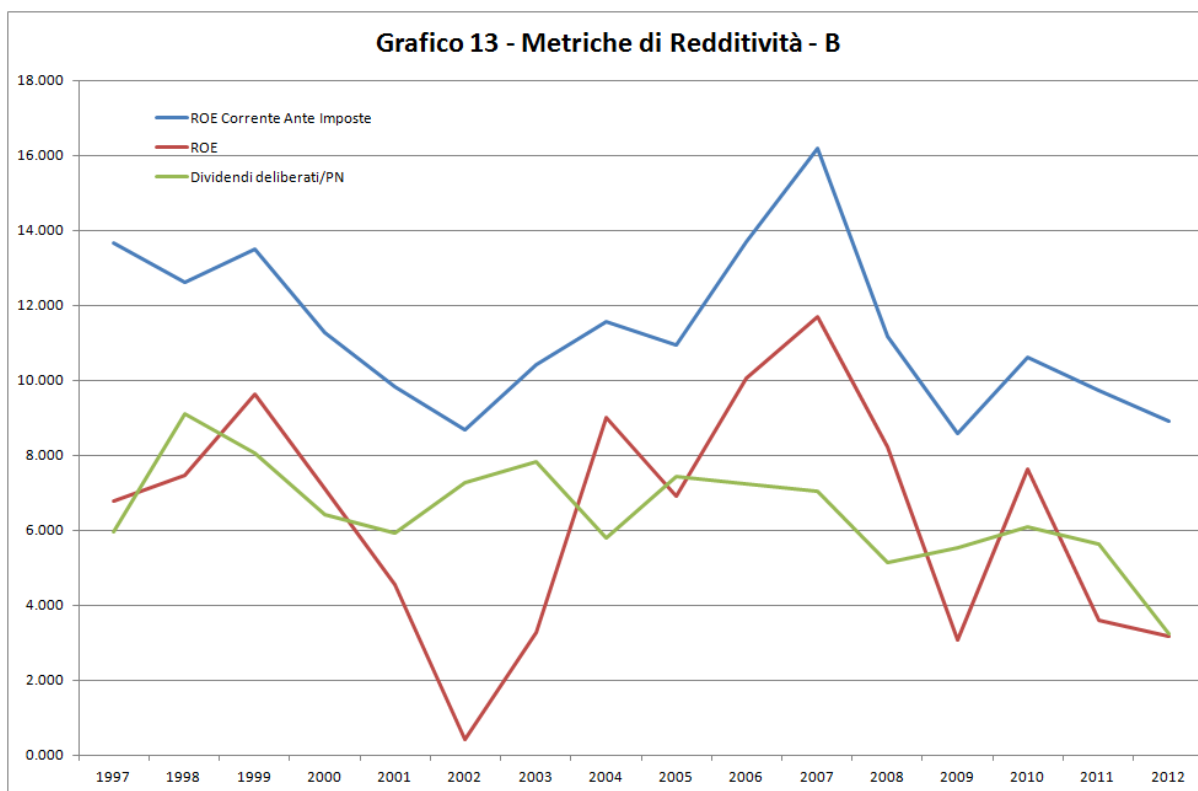


Tabella 15 - Metriche di redditività - valori medi di periodo												
	ROI	ROI	OF/Deb Fin Totali	OF/Deb Fin Totali	CF/AL	CF/AL	ROE corrente ante imposte	ROE corrente ante imposte	ROE	ROE	Dividendi delib/PN	Dividendi delib/PN
	1997-2007	2008-2012	1997-2007	2008-2012	1997-2007	2008-2012	1997-2007	2008-2012	1997-2007	2008-2012	1997-2007	2008-2012
Abbigliamento	13.78	10.72	7.22	5.51	6.49	6.39	19.06	12.98	9.21	7.37	7.00	3.73
Alimentare	11.01	8.85	5.97	4.45	5.80	4.80	15.36	12.09	9.18	8.34	8.51	4.39
Cartario	7.54	5.33	6.43	5.10	4.64	2.93	8.65	5.53	5.46	3.08	4.03	2.82
Chimico	6.98	4.22	6.99	6.12	4.04	2.35	6.91	2.92	2.53	-0.22	5.14	5.34
Mezzi Trasp.	4.85	5.30	8.69	8.65	3.22	2.99	2.30	2.35	-3.73	-2.03	3.44	4.20
Elettrodomestici	12.84	8.71	7.07	6.44	5.41	4.38	19.64	9.92	10.90	6.03	9.48	5.15
Elettronico	4.92	6.09	7.72	6.59	3.65	2.77	2.85	5.76	-2.65	-2.34	4.37	3.92
Farmaceutico	17.91	15.62	6.12	4.73	7.77	7.09	26.50	23.86	14.92	13.52	12.91	9.63
Gomma-Cavi	11.57	11.71	7.40	5.19	5.58	5.19	14.40	17.14	8.32	14.20	14.06	12.04
Stampa-Editoria	13.87	5.65	6.03	3.85	6.69	3.76	19.39	7.06	12.68	-2.04	10.48	2.83
Meccanico	11.91	12.07	8.84	6.37	4.39	4.37	13.83	15.36	6.81	9.33	7.45	6.89
Prodotti Edilizia	9.47	2.94	6.50	5.31	5.42	2.15	11.04	1.45	7.45	-0.64	4.24	1.30
Metallurgico	9.00	5.18	6.71	5.75	4.52	2.93	10.80	4.84	5.62	0.47	3.35	0.98
Tessile	8.44	3.34	6.95	4.84	4.32	2.10	9.77	2.27	5.00	-2.70	4.32	2.54
Vetro	11.83	8.55	5.92	4.11	6.74	5.07	16.51	12.00	11.34	8.60	7.78	7.84
Pelli-Cuoio	15.35	16.30	7.79	5.79	7.15	7.82	23.22	21.82	12.64	13.39	6.82	10.72
Legno-Mobili	9.90	3.49	5.87	4.23	5.17	2.18	13.97	2.93	8.39	-0.52	4.44	2.29
Impiantistica	16.84	18.57	13.53	10.29	2.28	2.71	21.38	27.91	12.59	15.58	14.43	16.50
Soc Diverse	14.21	8.96	6.74	6.80	8.12	5.54	19.47	10.75	11.43	4.00	13.56	4.58
MANIFATTURIERI	9.99	8.29	7.25	6.23	4.83	3.93	12.03	9.80	6.99	5.14	7.09	5.12

11. ALCUNE CONCLUSIONI

I dati delle statistiche nazionali e le stime dei modelli di previsione mettono in luce che il 2013 è peggiore del 2012 sotto tutti i profili economici, finanziari e sociali. I bilanci aggregati 2013 censiti da Mediobanca quando saranno disponibili descriveranno un ulteriore aggravamento della produttività, della redditività e della situazione finanziaria delle imprese rispetto al profilo del 2012 illustrato in queste note. Secondo le previsioni dei maggiori centri di ricerca la ripresa economica inizierà soltanto nel 2014, con valori tenui ed incerti, per irrobustirsi negli anni successivi.

La maggioranza delle imprese manifatturiere si presenta alla soglia della ripresa con una situazione economica e finanziaria indebolita da un lungo periodo di crisi (6 anni, compreso il 2013) e con un sistema bancario alle prese con la necessità

del proprio rafforzamento e l'urgenza dell'assorbimento dei crediti in sofferenza. Le maggiori banche si dovranno confrontare con l'applicazione dei requisiti di Basilea III e l'asset quality review che verrà avviata dalla BCE nel corso del 2014, in vista del passaggio alla vigilanza unica europea.

In tale contesto è probabile che le imprese dovranno far fronte alle necessità della ripresa con risorse finanziarie ridotte: i maggiori fabbisogni potranno derivare dalla esigenza di ricostituire le scorte, anche se la crescita economia estremamente bassa ne limiterà i livelli allo stretto indispensabile. Lo stesso meccanismo contribuirà a circoscrivere i fabbisogni netti di circolante operativo legati ai termini di pagamento di clienti e fornitori.

Più complesso appare valutare il fabbisogno per investimenti, dopo anni di contrazione: in generale il grado di sfruttamento della capacità produttiva resterà basso pure per il

2014, anche se in ripresa, e quindi gli investimenti destinati all'allargamento delle potenzialità produttive saranno contenuti, ma è probabile che molte imprese dovranno affrontare la necessità di aggiornare il proprio livello tecnologico, con conseguente pressione sui fabbisogni finanziari

L'accelerazione dei pagamenti della PA potrà lenire le difficoltà di alcuni comparti dell'industria (farmaceutica e la filiera dei materiali per le costruzioni, ad esempio).

Il quadro che emerge dai dati Mediobanca conferma la necessità che le imprese abbiano come interlocutore un mercato finanziario e creditizio che le sostenga nella fase iniziale della ripresa economica, per non correre il rischio che essa venga afferrata da una minoranza di aziende, lasciando le altre prigioniere della trappola della finanza carente, che finirebbe per aggravarne la situazione, nuocendo alle stesse banche.

Download

www.ceris.cnr.it/index.php?option=com_content&task=section&id=4&Itemid=64

Hard copies are available on request,
please, write to:

Cnr-Ceris
Via Real Collegio, n. 30
10024 Moncalieri (Torino), Italy
Tel. +39 011 6824.911 Fax +39 011 6824.966
segreteria@ceris.cnr.it www.ceris.cnr.it

Copyright © 2014 by Cnr-Ceris

All rights reserved. Parts of this paper may be reproduced with the permission of the author(s) and quoting the source.