

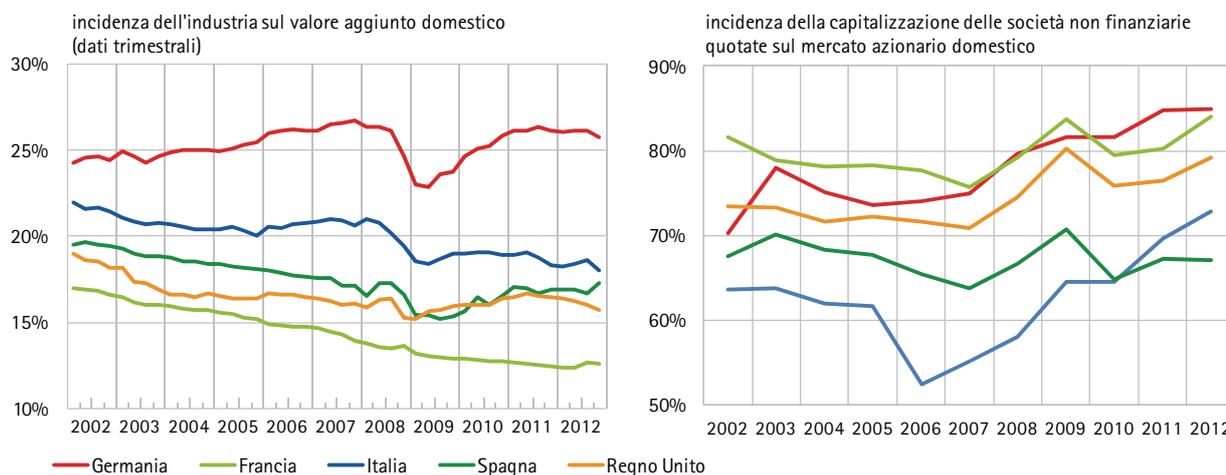
### III Le società non finanziarie

#### 1 La rilevanza del settore industriale nell'economia

Il peso del settore industriale nell'economia risulta eterogeneo nei principali paesi europei. In particolare, nell'ultimo decennio la Germania si è rivelata la maggiore economia industriale dell'Unione Europea, seguita dall'Italia, sebbene con un divario significativo.

A partire dal 2002 l'incidenza del valore aggiunto riferibile al settore industriale (ad esclusione delle costruzioni) sul valore aggiunto domestico ha oscillato attorno al 25 per cento in Germania, mentre è progressivamente diminuito in Italia e in Francia portandosi, rispettivamente, al 18 e al 13 per cento circa a fine 2012 (Fig. 58). La medesima dinamica è emersa anche con riferimento a Spagna e Regno Unito, per i quali a fine 2012 il rapporto tra valore aggiunto industriale e valore aggiunto totale si attestava, rispettivamente, al 17 e al 16 per cento.

Fig. 58 Peso dell'industria nei principali paesi europei



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Datastream.

Un quadro differente emerge se si considera il peso del comparto non finanziario sulla capitalizzazione complessiva delle società quotate nei principali mercati regolamentati europei.

Nonostante il rilevante peso dell'industria sull'economia reale, l'Italia registra l'incidenza più bassa in Europa della capitalizzazione delle società non finanzia-

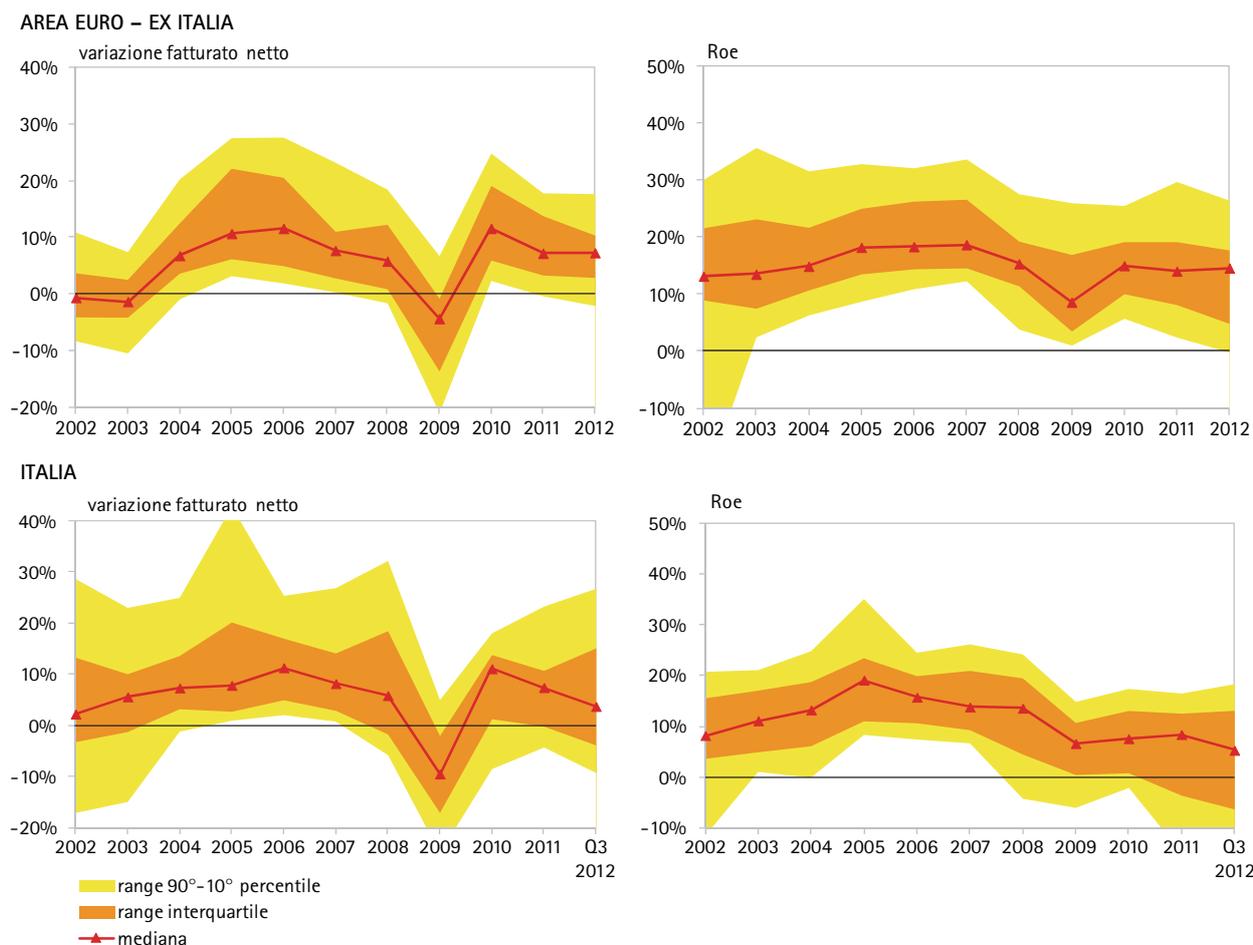
rie quotate. Il peso del relativo comparto sul mercato azionario a partire dal 2011 è aumentato (passando dal 65 per cento a fine 2010 al 73 per cento a fine 2012); tale incremento, tuttavia, è imputabile principalmente alla riduzione del peso relativo del settore finanziario interessato dai più consistenti ribassi dei corsi azionari sperimentati dalle banche per effetto della crisi del debito sovrano.

Al contrario dell'Italia, in Francia il peso della capitalizzazione delle società non finanziarie quotate risulta elevato (pari all'84 per cento a fine 2012), nonostante il minor peso del settore industriale nell'economia reale.

## 2 I ricavi e la redditività delle imprese quotate

Nel corso del 2012 si è ulteriormente ampliato il divario tra la redditività delle principali società quotate italiane e quella dei *competitors* dell'Area euro (Fig. 59).

Fig. 59 Ricavi e redditività delle principali imprese quotate non finanziarie



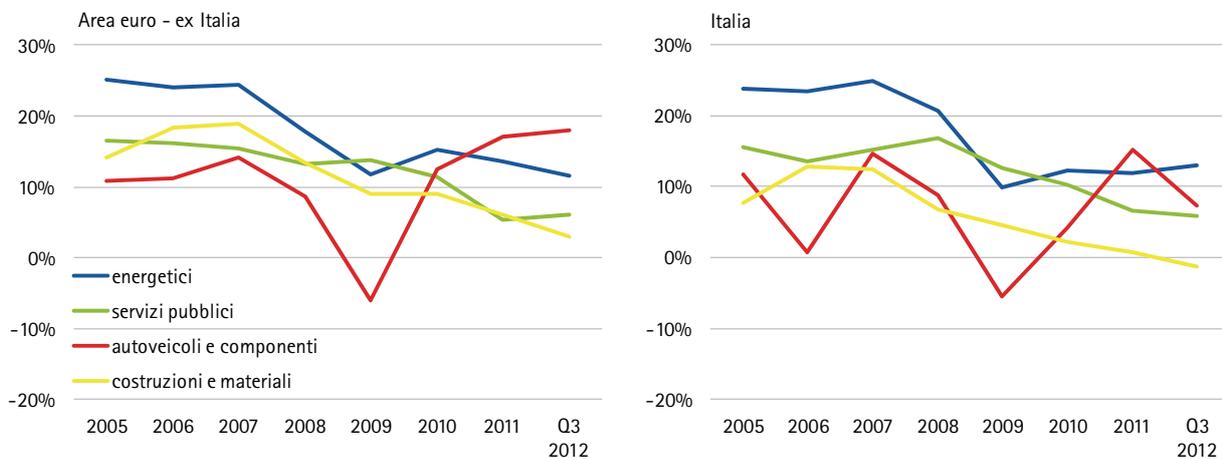
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. La variazione annuale del fatturato è calcolata rispetto al dato restated dell'anno precedente. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

In particolare, nei primi nove mesi del 2012, il tasso di crescita del fatturato delle società italiane ha mostrato un brusco calo passando dal 7,4 al 3,4 per cento, mentre per quelle europee è rimasto stabile a livelli di poco superiori al 7 per cento. Anche il valore mediano del Roe ha mostrato un andamento divergente tra imprese italiane ed europee, registrando una diminuzione per le prime (dall'8,4 al 5,3 per cento) e permanendo su un livello superiore al 14 per cento per le seconde.

Le imprese operanti nel settore delle costruzioni, particolarmente esposto alla congiuntura, mostrano la maggiore debolezza sia nell'Area euro sia in Italia.

La redditività del settore delle costruzioni ha registrato una progressiva contrazione a partire dal 2007; tale tendenza ha trovato conferma anche nei primi nove mesi del 2012 e ha penalizzato in misura maggiore le imprese quotate italiane portando il Roe su livelli negativi. Sia nell'Area euro sia in Italia le società quotate operanti nel settore delle *utilities*, dopo il calo registrato nel 2011, mantengono un Roe prossimo al 6 per cento. La redditività è invece più stabile per il settore dell'energia e costantemente superiore al 10 per cento. Il settore auto, infine, mostra segnali di ripresa in Europa, mentre in Italia esibisce un deciso calo del Roe che, a livello aggregato, ha perso quasi 8 punti percentuali nei primi nove mesi del 2012 (dal 15,2 al 7,4 per cento; Fig. 60).

Fig. 60 Roe delle imprese quotate non finanziarie per settore industriale

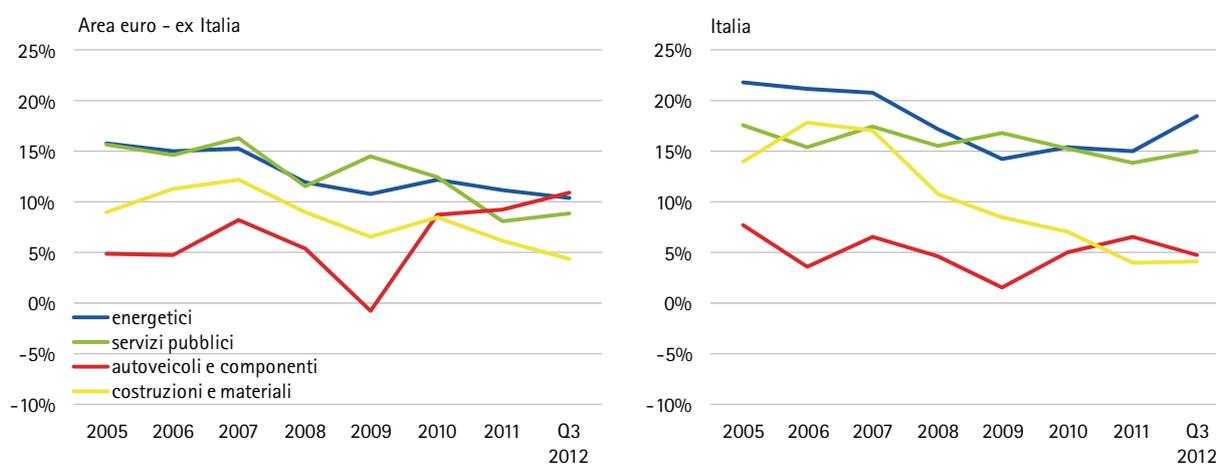


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

Il divario nell'andamento della redditività delle imprese italiane rispetto a quelle europee si manifesta anche in termini di *Ebit margin* (rapporto tra Ebit e ricavi), misura che non è influenzata dal diverso regime di tassazione degli utili.

Nei primi nove mesi del 2012 le società energetiche e le *utilities* mostrano segnali di crescita più evidenti in Italia, mentre si conferma il sensibile calo dei margini reddituali nel settore delle costruzioni, passati in Italia dal 17 per cento circa nel 2007 al 4 per cento circa nel 2012. Coerentemente con la dinamica relativa al Roe, nel comparto auto l'andamento dell'*Ebit margin* è positivo per le imprese europee e negativo per quelle italiane, con una differenza di oltre 6 punti percentuali; tale evidenza segnala il progressivo deterioramento della capacità delle imprese italiane di generare reddito a fronte di un dato volume di ricavi e un'incidenza crescente dei costi sull'attività operativa (Fig. 61).

**Fig. 61 Ebit in rapporto al fatturato (*Ebit margin*) delle imprese quotate non finanziarie per settore industriale**

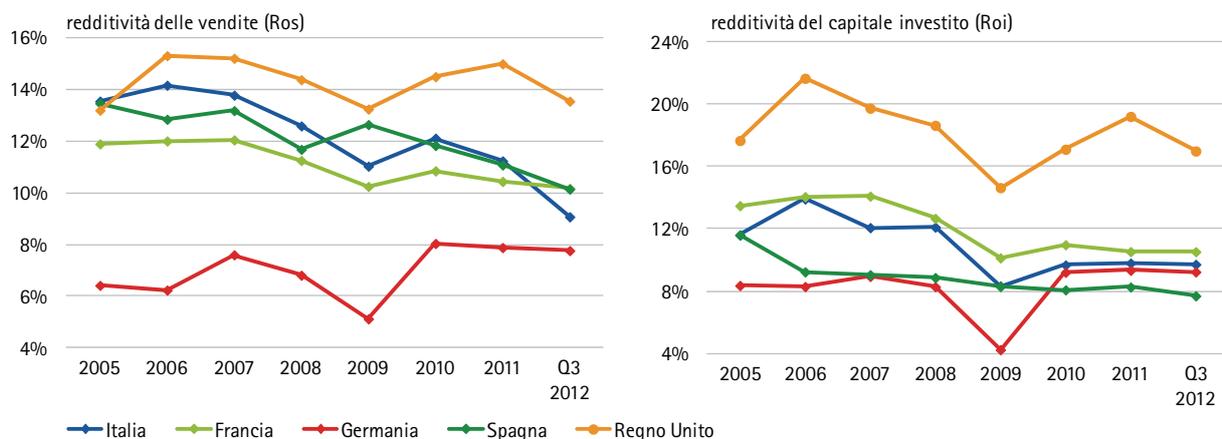


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

L'analisi delle performance reddituali delle società industriali quotate disaggregata per paese evidenzia che nei primi nove mesi del 2012 il rapporto tra risultato operativo e fatturato (Ros) è apparso in calo in tutti i principali paesi europei ad eccezione della Germania. Tale dinamica risulta particolarmente accentuata per le società non finanziarie italiane e inglesi, per le quali la riduzione del Ros (rispettivamente dall'11,2 al 9 per cento e dal 15 al 13,5 per cento) è derivata principalmente dal calo del risultato della gestione corrente. La redditività del capitale investito (Roi, dato dal rapporto tra risultato operativo e capitale investito) appare, invece, più stabile per le società non finanziarie quotate dei principali paesi europei; fanno eccezione quelle inglesi per le quali il Roi si è ridotto (passando dal 19 al 16 per cento circa), continuando ad attestarsi su livelli superiori a quelli registrati dalle società degli altri principali paesi europei (per le quali il Roi è pari o inferiore al 10 per cento; Fig. 62).

Il calo della redditività, in relazione sia al fatturato sia al capitale investito, è un fenomeno che interessa Italia, Francia e Spagna già dal 2005. Per le società non finanziarie quotate italiane, infatti, il Ros è passato dal 13,5 nel 2005 al 9 per cento a settembre 2012, mentre il Roi ha visto un calo dall'11,6 al 9,7 per cento nel medesimo periodo. Anche le imprese spagnole e francesi hanno sperimentato un calo sia del Ros (rispettivamente dal 13,5 al 10 per cento e dal 12 al 10 per cento) sia del Roi (rispettivamente dall'11,6 al 7,7 per cento e dal 13,5 al 10,5 per cento).

**Fig. 62 Indicatori di redditività delle principali imprese non finanziarie quotate nei principali paesi europei**



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2013 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. I dati 2012 sono preliminari. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

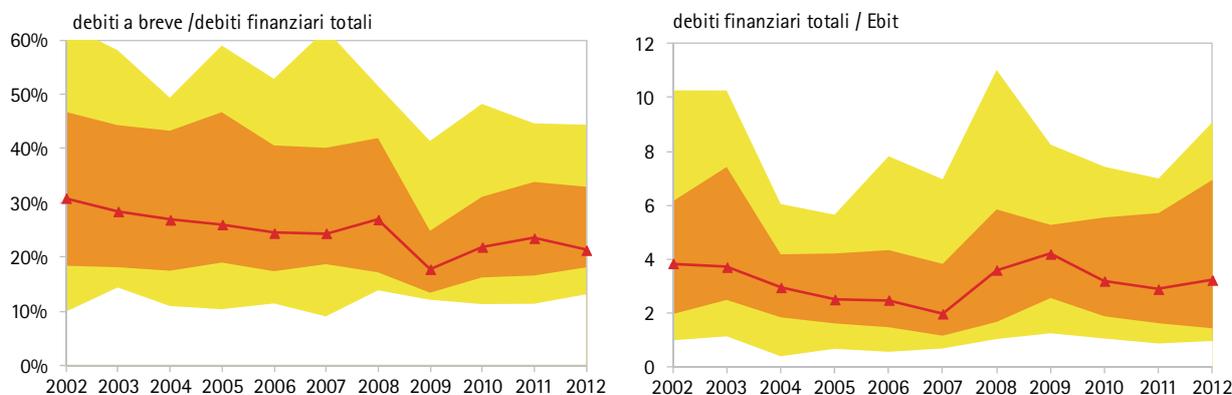
### 3 La struttura e la sostenibilità del debito delle imprese quotate

Le imprese italiane si caratterizzano per una maggiore fragilità finanziaria rispetto alle principali imprese quotate degli altri paesi dell'Area euro, in ragione sia delle deboli performance reddituali sia della struttura finanziaria, più sbilanciata verso forme di indebitamento a breve termine.

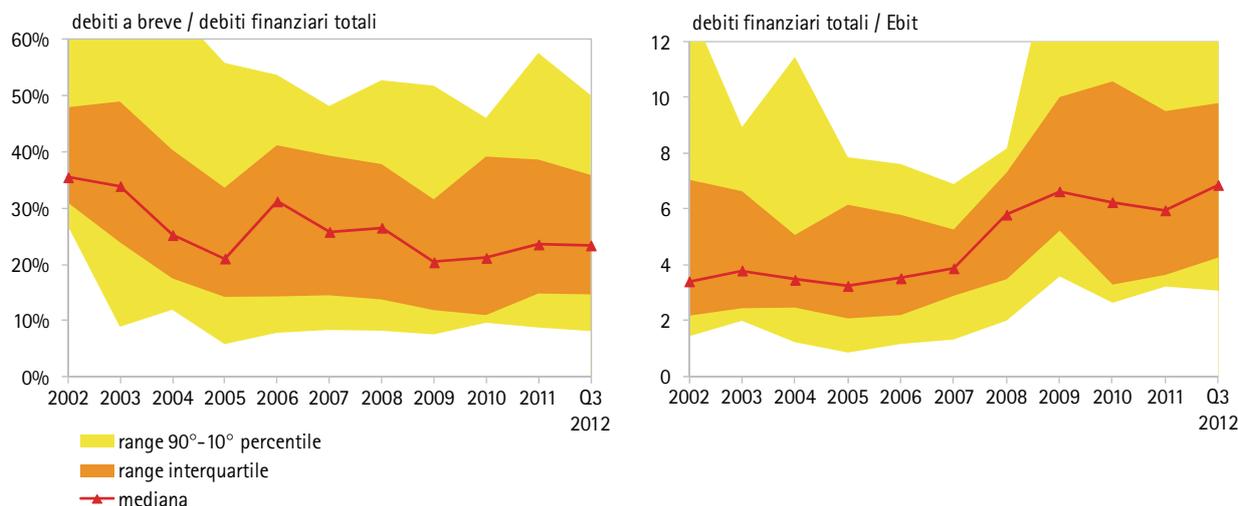
In dettaglio al 30 settembre 2012 i debiti finanziari a breve rappresentavano il 21,3 per cento dei debiti totali per le imprese dell'Area euro e il 23,4 per cento per quelle italiane. Inoltre, rispetto alle imprese italiane, le società europee esibivano una minore incidenza dei debiti finanziari sull'Ebit, evidenziando una migliore capacità di far fronte ai debiti con il risultato operativo ottenuto. Peraltro il valore mediano dell'incidenza dei debiti finanziari sull'Ebit per le società industriali quotate italiane risulta in significativo aumento nel 2012 rispetto al 2011 (Fig. 63).

**Fig. 63 Struttura e sostenibilità del debito delle principali imprese quotate non finanziarie**

**AREA EURO EX ITALIA**



**ITALIA**



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti all'indice S&P 100 per gli Usa, al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le imprese italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. Il rapporto debiti finanziari/Ebit è calcolato solo per le imprese con Ebit positivo. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

L'analisi dei flussi di cassa mostra un peggioramento della sostenibilità del debito sia per le società non finanziarie quotate dell'Area euro sia per quelle italiane.

La fragilità finanziaria delle imprese italiane risulta, tuttavia, mitigata dal significativo ricorso all'autofinanziamento a copertura dei flussi di cassa in uscita necessari a far fronte agli impegni assunti (Riquadro 6).

## Riquadro 6

### I flussi finanziari delle imprese quotate italiane

L'analisi dei flussi di cassa delle società non finanziarie italiane nel periodo 2002-2011 indica come le risorse generate dalla gestione reddituale (cosiddetto autofinanziamento) riescano a coprire quasi interamente il fabbisogno finanziario delle aziende. Tale dato risulta confermato per il campione di grandi società selezionate da Mediobanca sia sulla base di requisiti dimensionali (quali un numero di dipendenti superiore a 500) sia per i principali gruppi quotati italiani (che rappresentano un sottogruppo del campione Mediobanca).

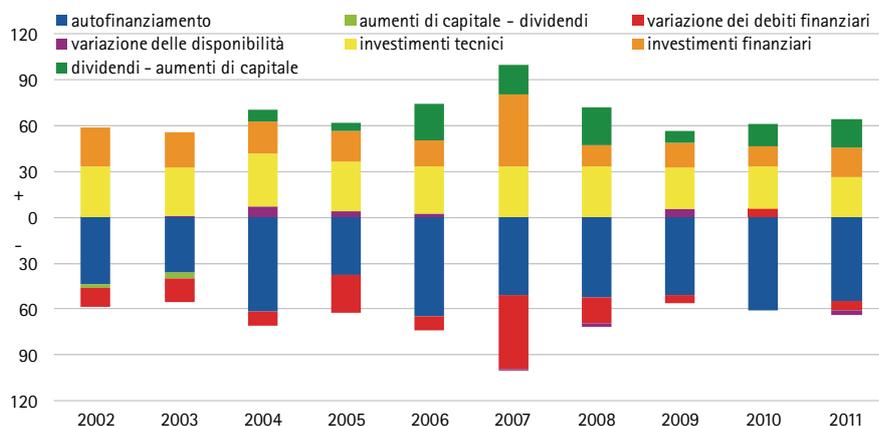
L'indebitamento, che nel 2007 era diventato una considerevole fonte di finanziamento per le imprese, raggiungendo una quota superiore al 40 per cento del totale, si è successivamente ridotto fino al 2010, anno in cui i rimborsi hanno superato i nuovi finanziamenti per oltre 5 miliardi di euro; nel 2011 si osserva, tuttavia, una ripresa dell'attività di finanziamento, sebbene essa risulti più contenuta per i grandi gruppi quotati che hanno registrato un aumento dei debiti finanziari pari a 3,9 miliardi di euro (5,8 per le grandi imprese).

Le risorse generate vengono assorbite principalmente dagli investimenti tecnici, che hanno costituito nel periodo considerato una parte degli impieghi sostanzialmente stabile per le grandi imprese italiane (circa 31 miliardi di euro in media) e in crescita costante per il sottogruppo delle società quotate, con un valore che si è portato a circa il 56 per cento delle risorse assorbite nel 2011 (45 per cento nel 2002).

La dinamica degli investimenti finanziari, che risente delle incertezze legate alla crisi economica, evidenzia nel 2011 segnali di ripresa da parte delle grandi società italiane, registrando una crescita, rispetto al 2010, pari al 41 per cento per il totale del campione e all'85 per cento per il sottoinsieme costituito dalle società quotate.

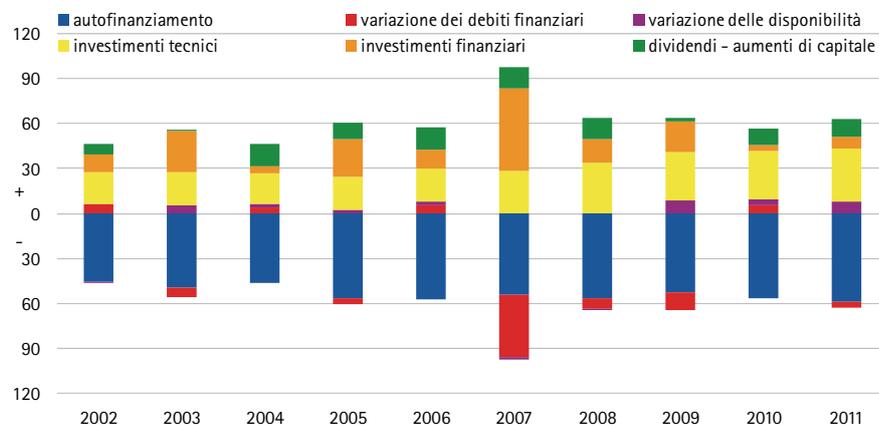
L'ammontare dei dividendi erogati agli azionisti, al netto degli aumenti di capitale, costituisce una quota particolarmente rilevante degli impieghi delle grandi imprese (29 per cento circa) e, in misura minore, dei grandi gruppi quotati (19 per cento circa).

**Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie per le grandi imprese non finanziarie italiane (miliardi di euro)**



Fonte: Mediobanca, 'Dati cumulativi di 2.032 società italiane', edizione 2012. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

**Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie per i principali gruppi quotati non finanziari italiani (miliardi di euro)**

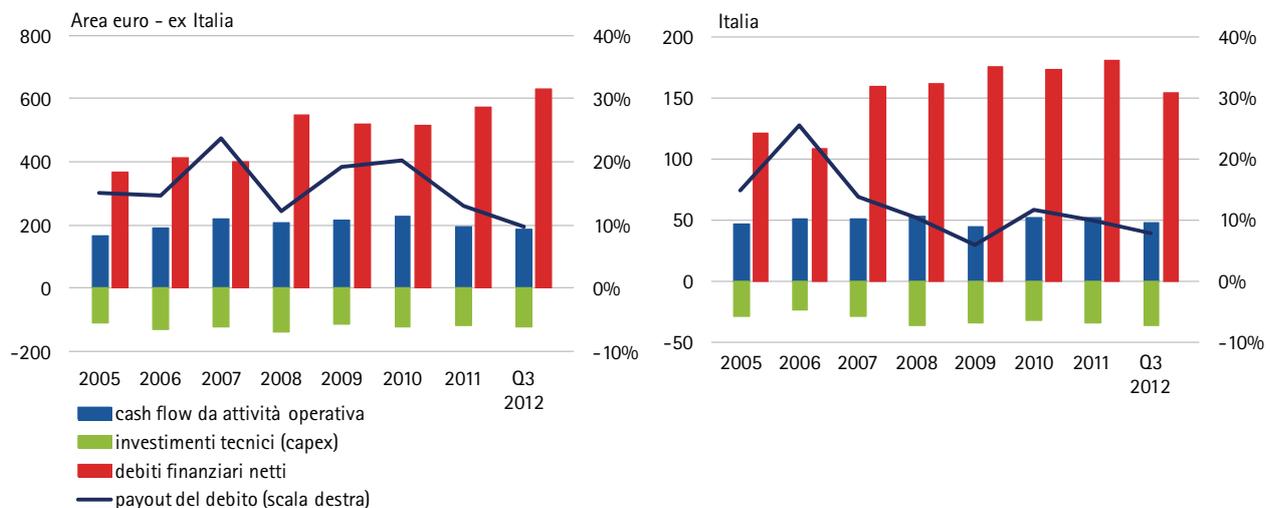


Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S relativi ai principali gruppi quotati italiani. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche.

Al 30 settembre 2012 il *payout ratio* del debito (dato dal rapporto tra flusso di cassa disponibile per il rimborso del debito e ammontare di debiti finanziari netti) ha registrato un calo in Europa, principalmente per effetto del significativo incremento dei debiti finanziari netti, attestandosi al 9,8 per cento (a fronte di un valore del 13,1 per cento nel 2011). In Italia, invece, il moderato calo dell'indicatore (passato dal 9,9 per cento nel 2011 al 7,9 per cento nel 2012) è dipeso dalla riduzione dei flussi di cassa dell'attività operativa che ha più che compensato il calo dei debiti finanziari netti (Fig. 64). Si è in tal modo quasi annullato il divario esistente tra imprese europee e italiane in termini di *payout* del debito.

Quanto alla dinamica delle singole componenti dell'indicatore, i debiti finanziari netti sono cresciuti significativamente per le imprese europee arrivando a circa 629 miliardi di euro (573 circa nel 2011; +9,8 per cento circa) a fronte di un calo registrato dalle imprese italiane (da 181,6 miliardi di euro nel 2011 a 154,3 miliardi nel 2012; -15 per cento circa). La riduzione del *cash flow* operativo è stata, invece, del 5 per cento per le imprese dell'Area euro e dell'8 per cento per quelle italiane. Infine gli investimenti tecnici sono cresciuti del 5 per cento sia per l'Area euro sia per l'Italia.

**Fig. 64 Debiti finanziari netti e flussi di cassa dell'attività operativa per le principali imprese quotate non finanziarie**  
(valori monetari in miliardi di euro)



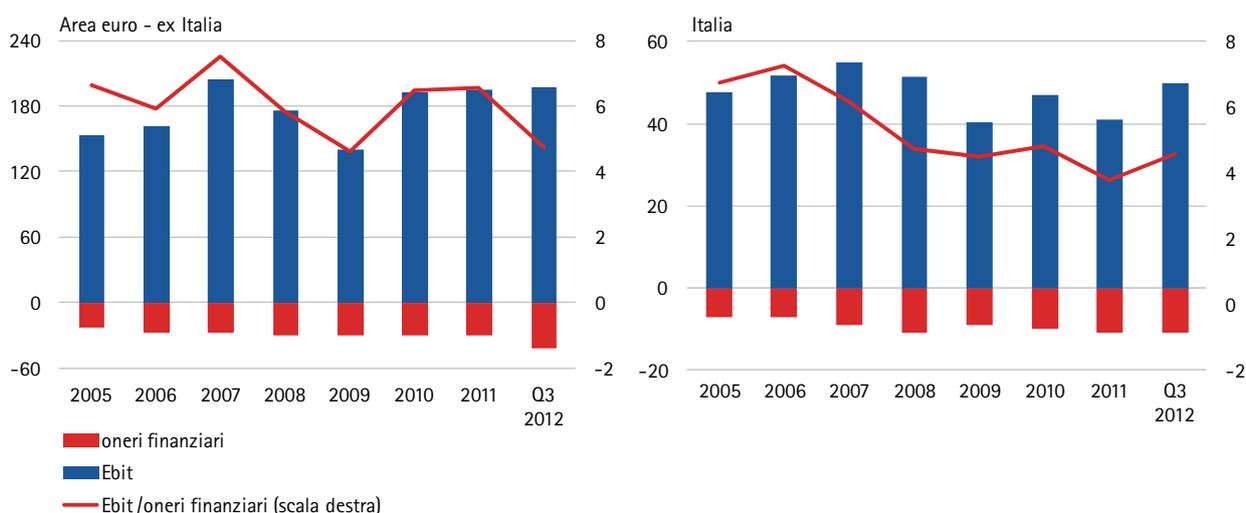
Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle imprese appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. Il *payout* del debito è calcolato come rapporto tra il *cash flow* da attività operativa al netto degli investimenti tecnici e l'ammontare dei debiti finanziari netti. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

Rispetto al grado di copertura degli oneri finanziari con il reddito generato dalla gestione corrente (rapporto tra Ebit e oneri finanziari) si assiste a una riduzione del divario tra società quotate italiane ed europee.

Tale rapporto risulta in deciso calo per le società dell'Area euro, essenzialmente per effetto dell'incremento degli oneri finanziari, passati da 30 miliardi di euro a fine 2011 a oltre 41 miliardi al 30 settembre 2012 (+40 per cento circa). In Italia, invece, dopo la riduzione registrata negli ultimi anni, nei primi nove mesi del 2012 il rapporto tra Ebit e oneri finanziari è cresciuto portandosi su un livello prossimo a quello delle imprese dell'Area euro; tale dinamica è dipesa principalmente dall'aumento dell'Ebit, passato da 41 miliardi di euro nel 2011 a quasi 50 miliardi (+21,6 per cento; Fig. 65).

L'evoluzione dell'incidenza delle disponibilità liquide sul totale dei debiti finanziari negli ultimi anni conferma un restringimento del divario tra l'Italia e il resto dell'Area euro, principalmente per l'andamento dei debiti finanziari totali, risultati in crescita per le imprese quotate europee e in diminuzione per quelle italiane (Fig. 66).

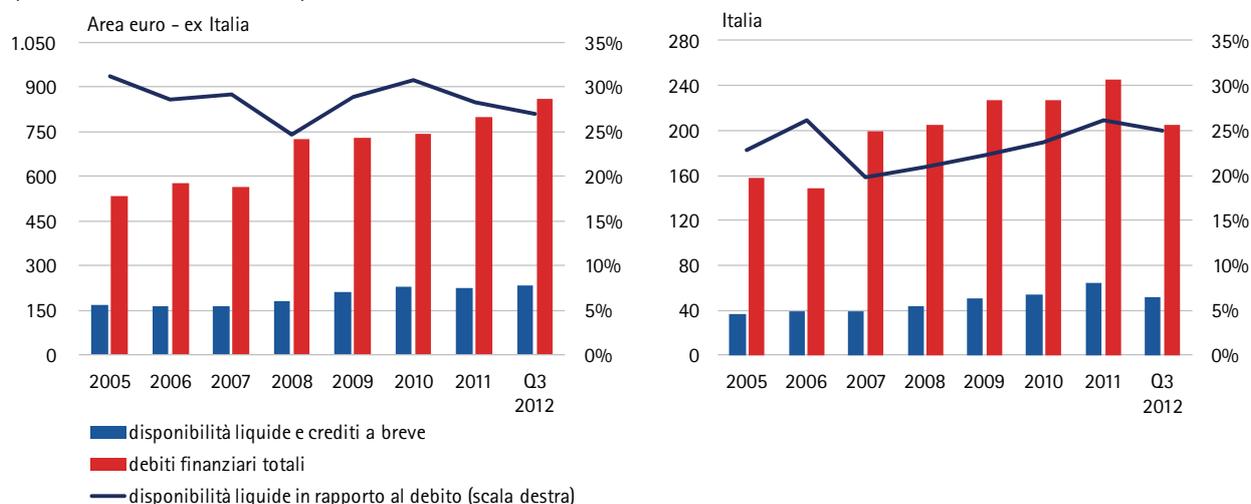
**Fig. 65 Copertura degli oneri finanziari delle principali imprese quotate non finanziarie**  
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle imprese appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

In particolare i debiti finanziari lordi delle società europee sono cresciuti da 799 a 862 miliardi di euro circa (+7,8 per cento circa), mentre quelli delle imprese italiane sono scesi da 245,7 a 205,5 miliardi di euro circa (-16,3 per cento). La dinamica delle disponibilità liquide mostra, invece, un calo del 20 per cento per le società italiane (da 64 miliardi di euro nel 2011 a circa 51 miliardi nel 2012) e un incremento del 3 per cento per le società europee (da 226 a 233 miliardi di euro). Pertanto, al 30 settembre 2012, le principali società quotate italiane mostrano un rapporto tra disponibilità liquide e debiti finanziari pari al 25 per cento, solo lievemente inferiore a quello delle società europee.

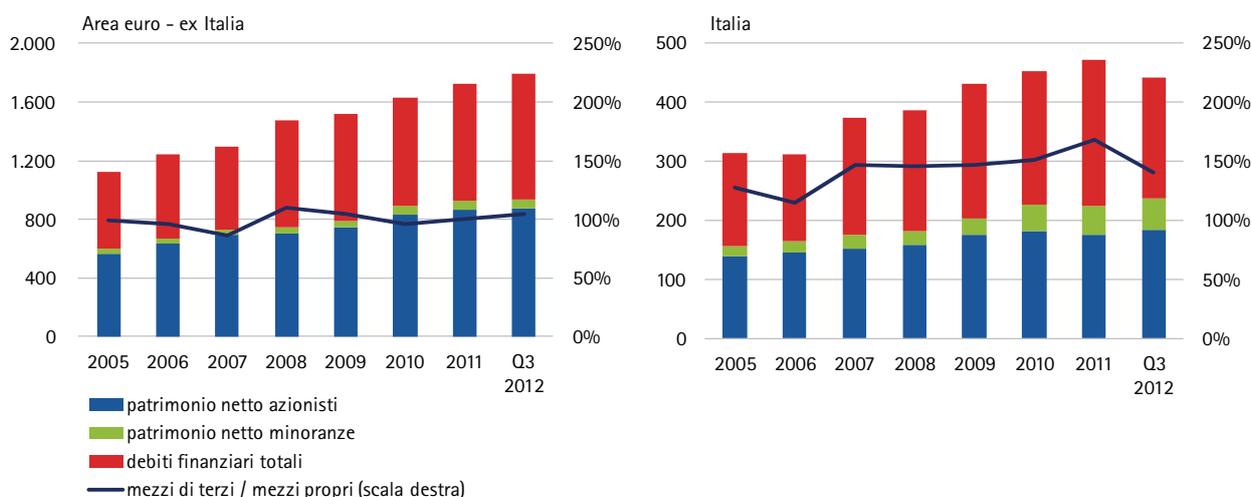
**Fig. 66 Disponibilità liquide delle principali imprese quotate non finanziarie**  
(valori monetari in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. I dati del terzo trimestre 2012 sono parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

Quanto all'evoluzione della leva finanziaria (data dal rapporto tra capitale di debito e mezzi propri), le imprese quotate italiane esibiscono un maggiore squilibrio nelle fonti di finanziamento rispetto a quelle europee, con una leva finanziaria che si mantiene a livelli significativamente superiori al 100 per cento da diversi anni. Al 30 settembre 2012, tuttavia, la leva finanziaria delle società quotate industriali italiane, si è ridotta del 30 per cento rispetto al valore registrato a fine 2011 (come conseguenza soprattutto del calo dell'indebitamento), mentre per le società quotate europee il dato rimane su livelli sostanzialmente stabili e prossimi al 100 per cento (Fig. 67).

**Fig. 67 Leva finanziaria delle imprese quotate non finanziarie**  
(valori monetari in miliardi di euro)

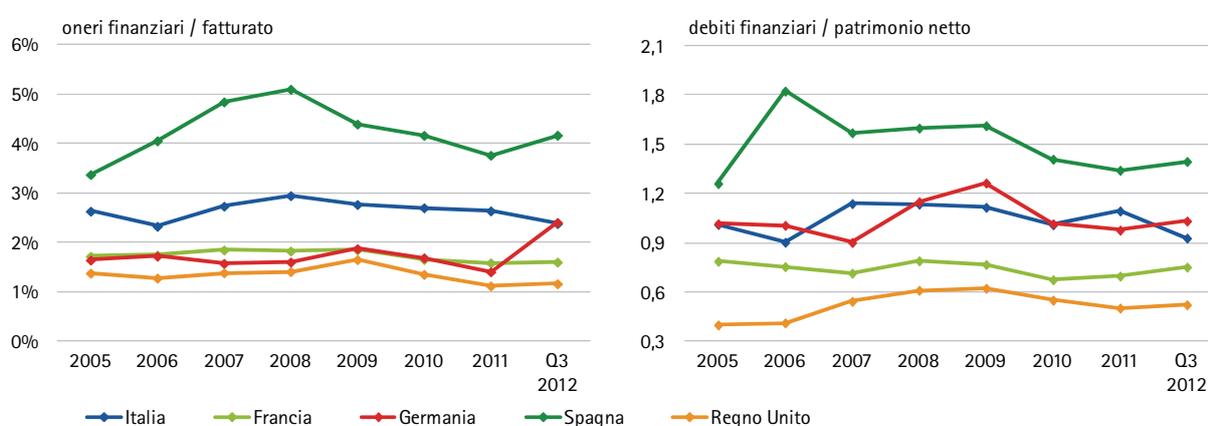


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope sulle imprese appartenenti al DJ Euro Stoxx 50 per l'Area euro (escluse le società italiane) e ai principali gruppi quotati italiani. I dati del terzo trimestre 2012 sono parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

Un'analisi della struttura finanziaria delle società quotate disaggregata per i principali paesi europei mostra come la vulnerabilità finanziaria risulti maggiore per le imprese delle economie che stanno sperimentando una recessione più profonda, quali Spagna e Italia, rispetto ai paesi *core* dell'Area euro (Germania e Francia) e a quelli esterni all'Area (Regno Unito).

Nel periodo considerato, infatti, la Spagna, presenta la più alta incidenza degli oneri finanziari sul fatturato, seguita dall'Italia. Solo le società tedesche, al 30 settembre 2012, hanno registrato un'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato prossima a quello delle società quotate italiane (Fig. 68).

**Fig. 68 Struttura finanziaria delle principali imprese non finanziarie quotate nei principali paesi europei**

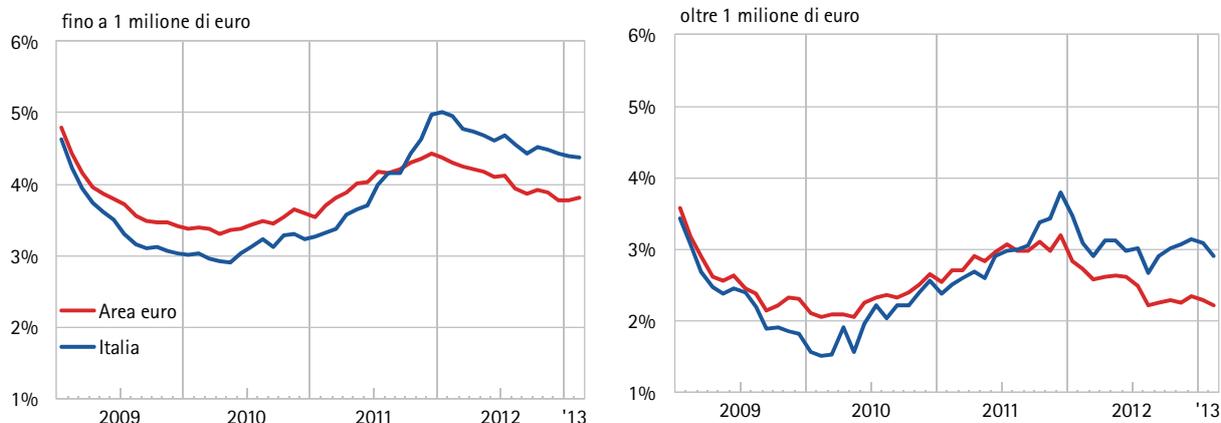


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope delle prime 30 società non finanziarie per capitalizzazione a marzo 2013 quotate in Francia, Germania, Spagna e Regno Unito e dei principali gruppi quotati italiani. I dati 2012 sono preliminari. Per il terzo trimestre 2012 sono rappresentati dati annualizzati parzialmente stimati. Confronta Note metodologiche.

In particolare, al 30 settembre 2012, la quota di fatturato destinata a coprire gli oneri finanziari era pari al 4,2 per le imprese quotate spagnole, al 2,4 per quelle tedesche e italiane, 1,6 per le francesi e 1,2 per le inglesi. Le società spagnole presentano anche la leva finanziaria più alta con i debiti finanziari totali pari a circa 1,4 volte il patrimonio netto al 30 settembre 2012. Con riferimento agli altri paesi europei, invece, il valore medio della leva si è mantenuto intorno all'unità per le società italiane e tedesche, mentre è risultato inferiore all'unità per le società francesi e inglesi.

La fragilità finanziaria delle imprese italiane nel confronto europeo emerge anche dall'analisi delle dinamiche del costo di accesso al credito bancario. A partire dalla seconda metà del 2011, infatti, si è osservato un notevole incremento dei tassi applicati dalle banche sui nuovi finanziamenti in euro erogati alle imprese non finanziarie. Tale incremento è risultato più elevato per le società italiane rispetto a quelle europee e ha riguardato sia le imprese grandi sia quelle di dimensioni medie e piccole. Per le società di grandi dimensioni il divario nei tassi di interesse bancari rispetto alla media dell'Area euro si è ampliato nel corso del 2012 (Fig. 69).

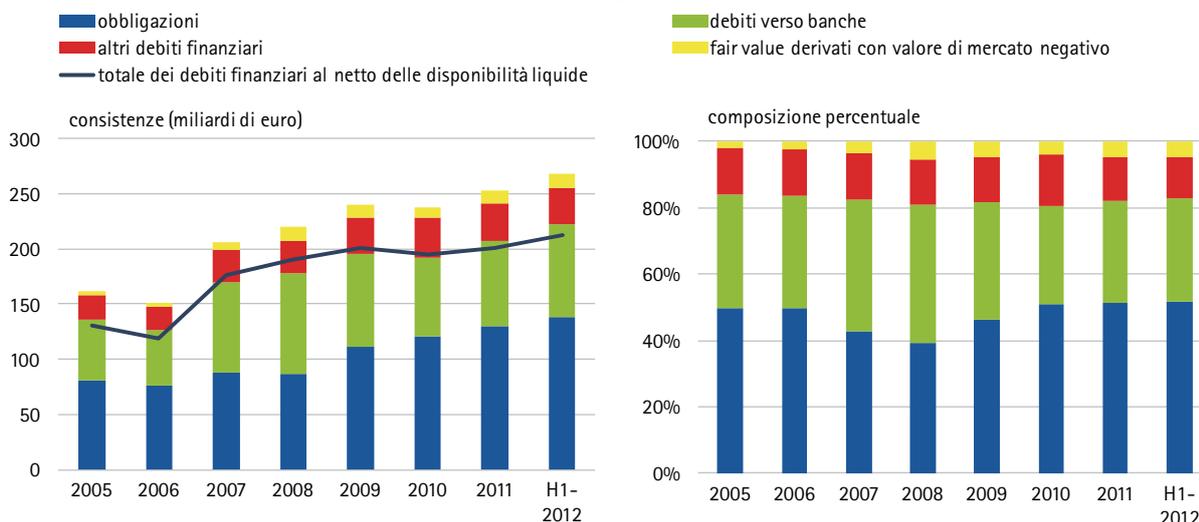
**Fig. 69 Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro alle società non finanziarie**  
(dati mensili da gennaio 2009 a febbraio 2013)



Fonte: BCE; tasso (in ragione d'anno) applicato ai nuovi finanziamenti.

La composizione dei debiti finanziari delle principali società quotate non finanziarie italiane mostra nei primi sei mesi del 2012 un incremento del ricorso sia alla raccolta obbligazionaria, passata da 129 miliardi di euro a fine 2011 a 138 miliardi circa al 30 giugno 2012 (+7 per cento), sia al credito bancario, passato da 78 a 84 miliardi di euro (+8 per cento), mentre le altre passività finanziarie sono rimaste stabili (Fig. 70).

**Fig. 70 Composizione delle passività finanziarie dei principali gruppi quotati non finanziari italiani**



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.