

## FOCUS



A cura di Marcos Carías,  
Economista per il sud Europa,  
Parigi, Francia.

## Le imprese spagnole ed italiane sono preparate allo shock del COVID-19?

La Spagna e l'Italia saranno tra le economie più colpite da COVID-19, con una contrazione rispettivamente del 12,8% e del 13,6% nel 2020, secondo le previsioni Coface. Per stimare l'impatto potenziale di questa contrazione sui bilanci delle imprese, abbiamo effettuato alcune simulazioni sull'evoluzione della solvibilità delle imprese, utilizzando i dati della banca centrale che tengono conto delle differenze tra settori e dimensione delle imprese. I risultati indicano che alcune grandi aziende del settore automobilistico e dei metalli in Spagna potrebbero risentire di riserve di liquidità limitate. In entrambi i paesi, le costruzioni e il commercio al dettaglio saranno penalizzati da un debito più elevato, così come le PMI del settore tessile-abbigliamento in Italia. Nel complesso, si osserva una maggiore prevalenza di imprese vulnerabili in Italia, fattore che peserà sulla ripresa. Nel 2021, il PIL spagnolo e quello italiano dovrebbero aumentare rispettivamente del 10,2% e dell'8,9%, lasciando le economie nell'ordine al 3,9% e al 5,9% al di sotto dei livelli del 2019. Sebbene il 2° trimestre 2020 dovrebbe essere il più impegnativo dell'anno, molti elementi fanno presagire che la strada verso la ripresa sarà lunga e ardua. Malgrado le immediate dilazioni di imposta, le garanzie di liquidità, i sussidi ai salari e la moratoria del debito, è probabile che numerose imprese vulnerabili non sopravvivranno: per il periodo 2020-2021, Coface prevede che le insolvenze d'impresa subiranno un incremento del 22% in Spagna e del 37% in Italia, rispetto ai livelli del 2019. Inoltre, molte aziende sopravviverebbero solo al prezzo di una leva finanziaria sostanzialmente più elevata. Anche con tassi di interesse bassissimi, il debito più elevato porterà a investimenti privati stagnanti a lungo<sup>1</sup>. Pertanto, la temporanea crisi di COVID-19 potrebbe esercitare una pressione al ribasso prolungata sul potenziale di crescita di un paese, accelerando la "giapponizzazione" dell'Eurozona. Alla luce di quanto detto, è opportuno fare un'analisi più approfondita dei bilanci delle imprese spagnole e italiane. Ciò aiuterà ad individuare "sacche" di vulnerabilità dove è più probabile che si verifichino insolvenze.

**TABELLA 1**  
GDP quarter on quarter  
(QoQ) % change

GoQ growth rate	Latest reading (Q1 2020)	Lowest previous reading
Italy GDP	-4.7%	-2.7% (Q1 2009)
Spain GDP	-5.4%	-2.2% (Q1 2009)
Spain GDP-Construction	-11%	-8.9% (Q1 2010)
Spain GDP-Manufacturing	-8.8%	-3.7% (Q1 2009)
Spain GDP-Services	-6.2%	-2.3% (Q4 2012)

Sources: INE, ISTAT, Refinitiv Datastream, Coface

<sup>1</sup> - Corporate debt overhang and investment: firm-level evidence" by Borensztein et al. (World Bank Policy Working Paper, 2018);  
"Corporate debt and investment: a firm level analysis for stressed euro area countries" by Gebauer et al. (ECB working paper, 2017).

## Uno sguardo d'insieme: il deleveraging allinea il debito della Spagna con la sua bassa produttività, le PMI zombie italiane sono motivo di preoccupazione

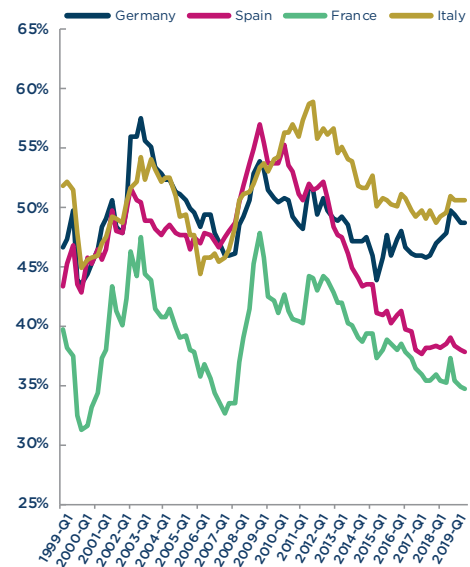
Nei report sulla stabilità finanziaria pubblicati nella primavera 2020, sia la Banca d'Italia che il Banco de España evidenziano che l'attuale posizione finanziaria delle imprese è più sana rispetto alla situazione pre-crisi mondiale<sup>2&3</sup>. Un primo sguardo ai dati aggregati supporta questa tesi per la Spagna, ma è meno chiaro per l'Italia. Infatti, confrontando le principali economie dell'Eurozona (**grafico 1**), abbiamo notato che nel 2° trimestre 2008, le imprese spagnole, italiane e tedesche avevano tutte un coefficiente di indebitamento di circa il 50%. Da allora, le imprese spagnole sono riuscite a ridurre sensibilmente l'indebitamento, riducendo il coefficiente aggregato al 37% nel 3° trimestre del 2019, in linea con i bassi livelli delle imprese francesi. Anche le aziende italiane hanno migliorato la propria posizione finanziaria dal picco del 59% del 4° trimestre 2011, ma in misura minore. Con circa il 50%, il tessuto imprenditoriale italiano è ora il più indebitato delle quattro principali economie europee, solo leggermente al di sopra della Germania ma con una minore capacità di generare valore. È importante pensare sempre al debito come una promessa di futura creazione di valore: il debito non è insostenibile in assoluto, ma rispetto al trend atteso del reddito futuro.

Il valore aggiunto medio annuo per lavoratore (AVA) in Italia ammonta a 48.000 euro, il 17% in meno rispetto alla Germania (58.000 euro)<sup>4</sup>. Il divario diventa più preoccupante quando si tiene conto della differenza tra le dimensioni delle imprese. In effetti, la fascia più alta del tessuto produttivo italiano è abbastanza performante: l'AVA per le grandi aziende (oltre 250 dipendenti) è alla pari con quello tedesco (entrambi circa 75.000 euro) e ben al di sopra della Spagna (58.000 euro). Tuttavia, a livello di PMI, il divario AVA con la Germania è del 18% in Italia e del 29% in Spagna. In Italia, il maggior livello di indebitamento aziendale appare quindi più preoccupante a livello di PMI. Da questa prospettiva aggregata, il divario tra leva finanziaria e generazione di valore tra le PMI italiane è particolarmente significativa.

Un altro modo per valutare lo stato del bilancio è esaminare la coerenza fra la struttura per scadenze del debito e il comportamento degli investimenti privati: l'obiettivo è verificare se le imprese stanno prendendo in prestito fondi in linea con il loro utilizzo. In un'economia sana infatti, le imprese chiedono fondi a lungo termine per investire in attività a lungo termine e fondi a breve termine per coprire le esigenze di capitale circolante.

Pertanto, un allungamento della struttura delle scadenze delle passività delle imprese (vale a dire più a lungo termine, meno a breve termine) dovrebbe essere un segnale di espansione della capacità produttiva delle imprese. Questo è il comportamento osservato in Francia e in Germania (**grafico 2**), dove le imprese hanno utilizzato tassi di interesse bassissimi per ripristinare i livelli di investimento pre-crisi.

**GRAFICO 1**  
Gross debt as a % of total assets, non-financial corporations



Source: ECB, Coface

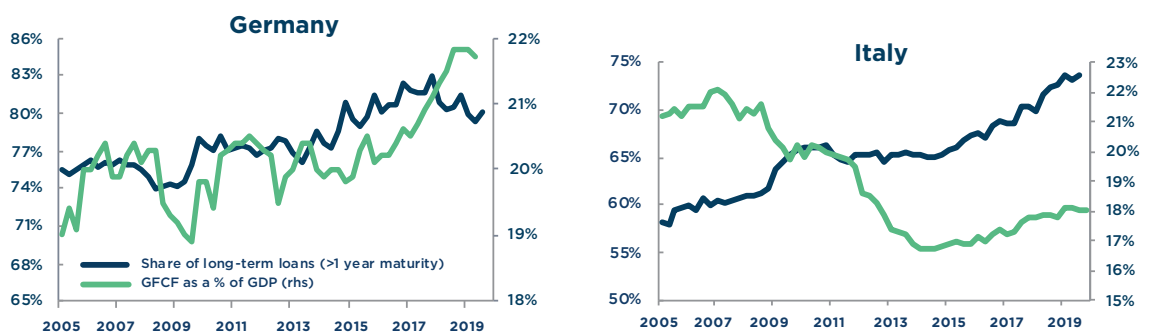
Nel sud, si osserva lo stesso orientamento delle passività verso il debito a lunga scadenza, ma senza il corrispondente aumento degli investimenti, che è rimasto stagnante e ben al di sotto del picco pre-crisi finanziaria.

Per la Spagna, una interpretazione generosa suggerisce che questo potrebbe essere solo un effetto collaterale della più ampia riduzione della leva finanziaria: tutti i tipi di debito sono diminuiti, e quello a breve termine si è ridotto più rapidamente. Per l'Italia, tuttavia, la riduzione della leva finanziaria non è stata abbastanza forte per mantenere questa interpretazione. Il crescente divario tra investimenti e finanziamenti suggerisce un'alta prevalenza di imprese "zombie": un'ampia percentuale di imprese sta utilizzando fondi a lungo termine per coprire l'attuale crescita stagnante, piuttosto che porre le basi per la crescita futura. Gran parte di questo debito potrebbe facilmente diventare crediti in sofferenza con un conseguente forte shock per i ricavi.

## Il quadro completo: uno sguardo più attento rivela "sacche" di rischio nei settori automobilistico, metalli, costruzioni e vendita al dettaglio

Gli aggregati macroeconomici sono utili per una visione generale dell'economia, ma l'insieme non riflette lo stato dei suoi componenti. Per tenerne conto, si utilizzano dati granulari per simulare l'effetto potenziale della contrazione dei ricavi prevista per il 2020 sulla solvibilità delle imprese.

**GRAFICO 2**  
Investment-financing mismatch: maturity profile of debt and Gross Fixed Capital Formation



Source: ECB, Eurostat, Coface

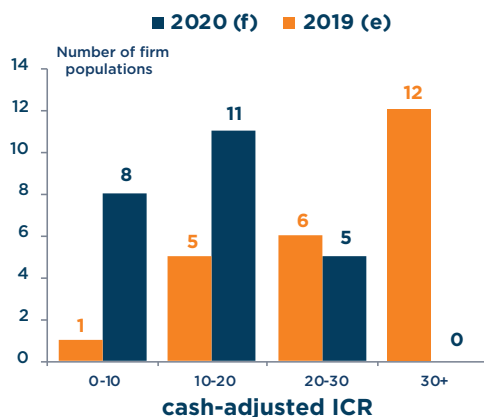
2 - Banco de España, Rapporto sulla stabilità finanziaria Primavera 2020, grafico 1.10, pagina 41.  
3 - Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria Primavera 2020, Figura 1.10 pagina 17.  
4 - Basato sui dati del database delle statistiche strutturali sulle imprese di Eurostat.

Il campione considerato distingue tra piccole, medie e grandi imprese in 8 settori<sup>5</sup>, per un totale di 48 popolazioni di imprese (1 popolazione = 1 coppia settore / categoria dimensionale in un paese, ad esempio piccole aziende tessili italiane)<sup>6</sup>. Data la natura eccezionalmente improvvisa dello shock, le riserve di liquidità saranno determinanti per il servizio del debito. Abbiamo misurato la solvibilità osservando la somma delle riserve di liquidità e il reddito

operativo lordo previsto come multiplo delle spese per interessi: un tasso di copertura degli interessi (ICR) rettificato per cassa. I **grafici 3 e 4** mostrano la distribuzione stimata di questo indicatore nel campione. Si osserva un diffuso peggioramento della solvibilità con 8 e 13 popolazioni che rientrano nella categoria più bassa (un ICR tra 0 e 10) rispettivamente in Spagna e in Italia<sup>7</sup>.

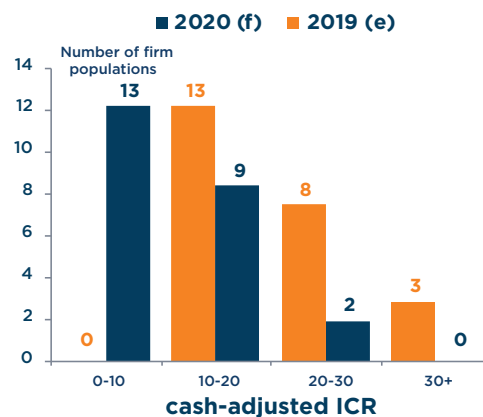
**GRAFICO 3**  
Distribution of firm populations according to ICR\*, Spain

Source: Banque de France, Coface  
\* Calculated as (cash and equivalents + projected gross operating income)/interest expenses.



**GRAFICO 4**  
Distribution of firm populations according to ICR, Italy

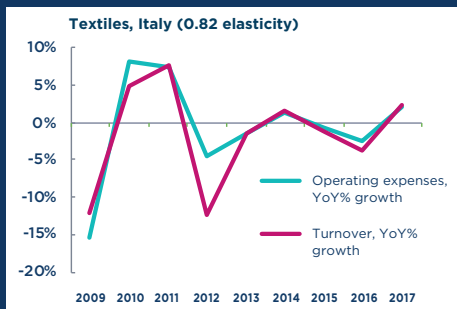
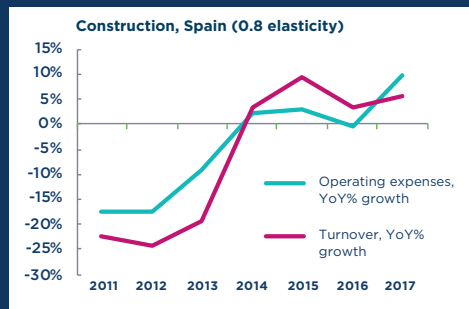
Source: Banque de France, Coface



### SIMULARE L'IMPATTO SETTORIALE DI COVID-19 SULLE INSOLVENZE DELLE IMPRESE

Per formulare previsioni sulla solvibilità delle imprese (misurata come capacità di far fronte al debito), si deve considerare la serietà della contrazione dei ricavi e la misura in cui le imprese potrebbero intervenire sui costi. Innanzitutto, si utilizza un modello ARIMA con doppio livellamento esponenziale - sviluppato da Coface - per determinare le ipotesi sulla contrazione dei ricavi per ciascun settore<sup>8</sup>. In secondo luogo, si deve tenere conto del fatto che le imprese non possono assorbire completamente lo shock sui ricavi adeguando le spese e che anche la capacità di adeguare i costi differisce tra i settori. Analizzando un campione internazionale di imprese, la BRI ha riscontrato che, in media, le imprese riescono a ridurre le spese solo del 6% per ogni 10% di contrazione del fatturato in un determinato trimestre (ovvero un'elasticità dei costi di 0,6)<sup>9</sup>. Per esaminare le differenze settoriali nell'elasticità dei costi, vengono confrontati i tassi di crescita del fatturato e delle spese operative. Ad esempio, il settore delle costruzioni in Spagna tende a presentare una dinamica di adeguamento dei costi molto più lenta rispetto al settore tessile in Italia (vedi le tabelle seguenti). Si osserva anche che, nonostante la rigida gestione dei costi nella maggior parte degli anni, le aziende tessili italiane hanno avuto molti problemi ad adattarsi al forte shock del 2012, quando i ricavi sono diminuiti del 12,47% ma i costi operativi solo del 4,46%.

Pertanto, si assegnano elasticità dei costi relativamente deboli laddove i costi si riducono a un ritmo inferiore rispetto al fatturato per periodi prolungati (costruzioni in Spagna tra il 2011 e il 2014) o ovunque si noti un aggiustamento dei costi modesto in anni particolarmente difficili (tessile in Italia nel 2012). Per guidare la calibrazione, misuriamo il grado di correlazione e la differenza di valore assoluto tra queste due serie storiche. Utilizzando la stima della BRI come parametro di riferimento, corretta per la frequenza annuale<sup>10</sup> e tenendo conto delle differenze settoriali, si calcolano le stime per il reddito operativo lordo del 2020, che vengono quindi utilizzate come base per stimare il coefficiente di copertura degli interessi corretto per cassa.



in Italia nel 2012). Per guidare la calibrazione, misuriamo il grado di correlazione e la differenza di valore assoluto tra queste due serie storiche. Utilizzando la stima della BRI come parametro di riferimento, corretta per la frequenza annuale<sup>10</sup> e tenendo conto delle differenze settoriali, si calcolano le stime per il reddito operativo lordo del 2020, che vengono quindi utilizzate come base per stimare il coefficiente di copertura degli interessi corretto per cassa.

Questa simulazione è soggetta a una serie di avvertenze. Innanzitutto, misure come i programmi di cassa integrazione dovrebbero aiutare le imprese ad adeguare le spese generali meglio del solito. Pertanto, i risultati della nostra simulazione da considerare come un'approssimazione dei danni fondamentali alla solvibilità dell'impresa, indipendentemente dall'intervento pubblico. Più in generale, le previsioni sono soggette alla significativa incertezza derivante dalle circostanze straordinarie.

Detto questo, sembra che la concezione diffusa secondo cui le grandi aziende siano meno vulnerabili non è sistematicamente provata, almeno non a tutti gli effetti.

Ad esempio, le grandi case automobilistiche potrebbero trovarsi in difficoltà a causa della loro abitudine di mantenere poca liquidità: alla fine del 2018, le riserve liquide in percentuale del fatturato si attestavano solo al 2,73% in Italia e allo 0,55% in Spagna<sup>11</sup>.

Di conseguenza, lo shock sui ricavi ha avuto un forte impatto sulla solvibilità in questo segmento (**grafico 5** - nella pag. seguente). Questo è un esempio di come le pratiche che ottimizzano l'efficienza in tempi normali (non lasciando liquidità inattiva nelle casse della società) possono ritorcersi contro quando si verificano rischi a bassa probabilità e impatto elevato.

5 - Tessile, industria automobilistica, chimica, metalli, edilizia, commercio al dettaglio, trasporti e strutture ricettive. A causa di possibili irregolarità nei dati, non commenteremo questi ultimi due.

6 - Categorie di dimensioni delle imprese: grandi: fatturato > 50 M€, medie: fatturato tra 10 e 50 M€, piccole: fatturato < 10 M€.

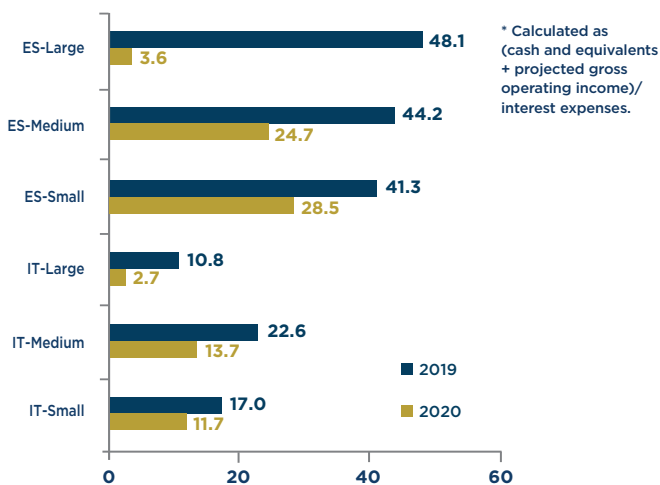
7 - Italia: tutte le popolazioni del commercio al dettaglio e delle costruzioni, grandi e piccole aziende automobilistiche, grandi imprese dei metalli. Spagna: piccole e medie imprese metallurgiche, grandi e medie imprese edili e grandi produttori di automobili.

8 - Vedi "Da uno shock diffuso a una ripresa differenziata" barometro Coface 2° trimestre 2020 (giugno 2020).

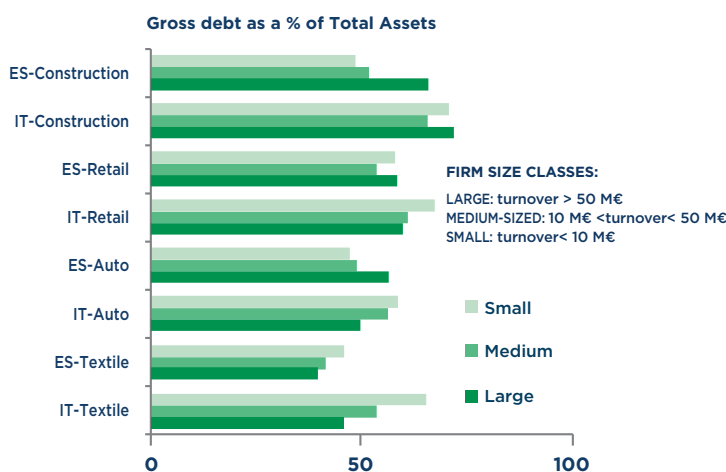
9 - Vedi "Covid-19 and Corporate Sector Liquidity" di Banerjee et al. (Bollettino BRI, 2020).

10 - Dovremmo aspettarci un adeguamento dei costi più regolare alla frequenza annuale.

11 - I dati corrispondenti per le medie (piccole) aziende sono del 7,35% (14,5%) in Spagna e 8,08% (11,99%) in Italia.

**GRAFICO 5**  
Cash-adjusted Interest Coverage Ratio\*, Automotive sector (NACE code C29)

Source: Banque de France, Coface

**GRAFICO 6**  
Distribution of debt burden, selected sectors (2018)

Source: Banque de France, Coface

**DISCLAIMER**

Il presente documento rispecchia l'opinione del Dipartimento Ricerche Economiche di Coface, alla data della sua stesura e sulla base delle informazioni disponibili; potrà essere modificato in qualsiasi momento. Le informazioni, le analisi e le opinioni contenute nel presente documento sono state redatte sulla base di molteplici fonti ritenute affidabili e attendibili; tuttavia, Coface non garantisce l'accuratezza, l'eshaustività o la realtà dei dati contenuti in questo documento. Le informazioni, le analisi e le opinioni sono fornite esclusivamente a scopo informativo e hanno l'obiettivo di integrare le informazioni a disposizione del lettore. Coface pubblica questo documento in buona fede e sulla base di un obbligo di mezzi (inteso come ragionevole mezzo commerciale) per quanto riguarda l'accuratezza, la completezza e la realtà dei dati. Coface non si assume la responsabilità di eventuali danni (diretti o indiretti) o perdite di qualunque tipo subiti dal lettore a seguito dell'utilizzo da parte di quest'ultimo di informazioni, analisi e opinioni contenute nel presente documento. Il lettore è pertanto l'unico responsabile delle decisioni e delle conseguenze di tali decisioni prese sulla base del presente documento. Questo documento, nonché le analisi e le opinioni ivi espresse sono di proprietà esclusiva di Coface; il lettore è autorizzato a consultarli o riprodurli unicamente a fini di uso interno, a condizione che siano chiaramente evidenziati con il nome "Coface", che il presente disclaimer venga riprodotto e che i dati non vengano alterati o modificati. Qualsiasi uso, estrazione, riproduzione per uso pubblico o commerciale è vietato senza il previo consenso di Coface. Il lettore è invitato a fare riferimento alle note legali presenti sul sito di Coface: <https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>.

**COFACE SA**  
1, place Coste et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France  
[www.coface.com](http://www.coface.com)

Dal momento che questo è comune tra le società con potere contrattuale sui propri fornitori, è un tipo di rischio di liquidità che tende a colpire le grandi aziende piuttosto che quelle più piccole. Infine, i costi del servizio del debito vengono notevolmente compressi da condizioni finanziarie estremamente favorevoli. In un contesto di bassi tassi di interesse, il rapporto tra indebitamento lordo e pressione del servizio del debito si appiattisce: due società con livelli di leva finanziaria molto diversi possono avere costi di servizio del debito relativamente simili. Al contrario, se le condizioni finanziarie diventassero più rigide (ad esempio a causa di un improvviso aumento degli spread sovrani), l'impresa con l'onere del debito più elevato ne risentirebbe in modo sproporzionato.

Il grafico 6 mostra i coefficienti di leva per un gruppetto delle popolazioni più indebitate del nostro campione. I settori del commercio al dettaglio e delle costruzioni, entrambi con un alto livello di leva finanziaria e con bassi tassi di copertura degli interessi previsti, emergono come particolarmente vulnerabili da questo punto di vista, così come i piccoli produttori tessili in Italia.

**In linea generale, le aziende italiane si trovano in una posizione più debole, ma anche i metalli e l'industria automobilistica in Spagna sono vulnerabili in termini di liquidità**

Come regola generale, si nota una maggiore prevalenza di imprese potenzialmente vulnerabili in Italia, in linea con i dati aggregati esaminati precedentemente: sono previste 15 popolazioni con un ICR rettificato per cassa sotto il 12<sup>12</sup> nel 2020, contro 7 in Spagna. Il più delle volte, ciò può essere spiegato da minore disponibilità di liquidità iniziale, minore redditività e adeguamento dei costi leggermente più lento. Tuttavia, alcune popolazioni specifiche in Spagna hanno alcuni dei punteggi più bassi nel campione: grandi aziende nei settori automobilistico e dei metalli<sup>13</sup>, entrambi sotto il punteggio di 5. Questo è ciò che accade quando anche i settori con bassi livelli di liquidità subiscono forti cali di fatturato.

Le vendite di auto spagnole sono finora diminuite in media dell'80% su base annua tra marzo e maggio e si prevede una contrazione del fatturato di circa il 60% nel 2° trimestre per il settore dei metalli.

Ciò significa che questi grandi produttori corrono un rischio maggiore di insolvenza? Non necessariamente, poiché ci sono almeno due ragioni che spiegano come queste aziende possono mobilitare risorse che gli operatori più piccoli non possono permettersi.

In primo luogo, queste entità sono spesso membri di grandi gruppi internazionali, che possono redistribuire liquidità tra divisioni in tutto il mondo e avere un migliore accesso ai mercati di capitali. Secondariamente, a causa della loro importanza sistemica in termini di occupazione, i governi hanno forti incentivi a fornire assistenza al salvataggio nonostante le criticità fondamentali, come dimostrato in Italia dal recente prestito di 6 miliardi di euro garantito dallo Stato a FCA. Inoltre, anche i settori dell'edilizia e del commercio al dettaglio sembrano vulnerabili, con livelli elevati di debito e un adeguamento dei costi piuttosto lento in entrambi i paesi, sebbene le imprese del settore in Spagna beneficino di maggiori riserve di liquidità.

I prodotti chimici e tessili, entrambi in forte contrazione di fatturato secondo le previsioni, sembrano essere resilienti rispetto al resto del campione, poiché solo i piccoli produttori tessili italiani hanno ottenuto un ICR inferiore a 12<sup>14</sup>.

12 - L'ICR (reddito operativo / interessi passivi) standard è generalmente confrontato con un valore di 1, ma non è un indicatore molto significativo in presenza di uno shock molto grande e improvviso sui ricavi. Poiché non esiste un benchmark per l'ICR rettificato per cassa, utilizziamo il valore del 1° decile della distribuzione 2019, approssimativamente uguale a 12.

13 - Lo stesso schema è presente in Italia, ma con un'intensità molto più bassa: i grandi produttori di metalli finiscono con un ICR stimato di solo 0,8 in Spagna, contro 6,4 in Italia.

14 - Oltre ad altri settori resilienti non inclusi in questo campione, come quello agroalimentare e farmaceutico.