



## INDEBITAMENTO E LIQUIDITÀ DELLE IMPRESE NEL 2020: EVIDENZE SU MICRODATI DI IMPRESA

MARCO BOTTONE, ELENA MATTEVI, LUCIA MODUGNO,  
MATTEO MONGARDINI E ANDREA NERI<sup>1</sup>

*Nel 2020, il maggior indebitamento bancario del settore delle società non finanziarie si è accompagnato sia a un eccezionale aumento dei depositi bancari sia a un saldo finanziario del settore particolarmente favorevole. La nota integra i dati campionari sulle imprese italiane con informazioni sui loro prestiti bancari e dati di bilancio al fine di caratterizzare l'eterogeneità sottostante gli andamenti aggregati e di stimare in che misura l'aumento complessivo dell'esposizione bancaria sia riconducibile a imprese che hanno contestualmente generato un saldo finanziario positivo.*

Secondo i dati aggregati dei conti finanziari, alla fine del 2020 l'indebitamento complessivo del settore delle società non finanziarie era aumentato di 36 miliardi (+3,3 per cento) rispetto alla fine del 2019 a causa dell'incremento di prestiti bancari a medio e lungo termine per 82 miliardi (+19 per cento), presumibilmente sostenuto dalle numerose misure governative varate nel corso dell'anno per sostenere le imprese<sup>2</sup>. A tale andamento si sono associati un incremento pari a 55 miliardi delle attività finanziarie, che sostanzialmente ha riflesso l'eccezionale aumento dei depositi bancari (86 miliardi, pari al 28 per cento; Fig. 1a) e quello meno intenso ma altrettanto inconsueto delle consistenze di titoli a medio e lungo termine (10 miliardi, in crescita del 18 per cento rispetto al 2019), e un saldo finanziario positivo per 38 miliardi<sup>3</sup> (Fig. 1b).

L'inusuale andamento congiunto di tali grandezze nel 2020 potrebbe suggerire che le ingenti misure di sostegno finanziario varate per fare fronte all'epidemia abbiano contribuito a soddisfare una domanda di risorse finanziarie in parte determinata da esigenze precauzionali,

<sup>1</sup> Banca d'Italia. Le opinioni espresse sono personali e non riflettono necessariamente la posizione della Banca d'Italia. Si ringraziano Silvia Fabiani e Alfonso Rosolia per i suggerimenti ricevuti.

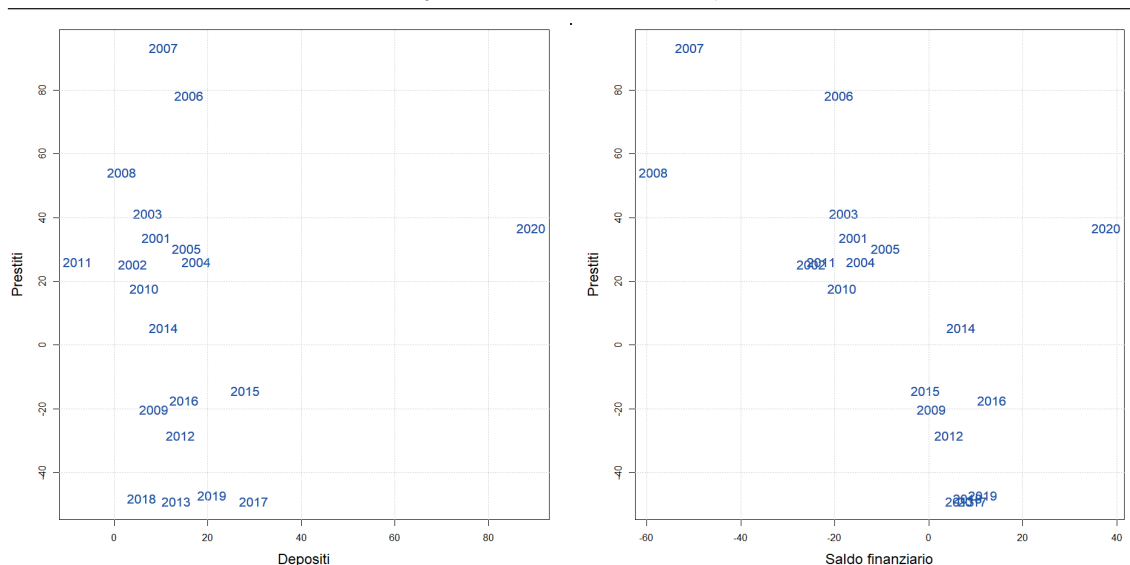
<sup>2</sup> Il Decreto "Cura Italia" (D.L. 18/2020) ha introdotto misure sulla moratoria dei debiti e interventi di sostegno in termini di cassa integrazione e di sospensione delle imposte. Il successivo Decreto "Liquidità" (D.L. 23/2020) ha previsto misure sulla garanzia sui prestiti e ha prorogato i termini di sospensione delle imposte. Il Decreto "Rilancio" (D.L. 34/2020) ha introdotto contributi a fondo perduto e misure di sostenimento dei costi fissi. Infine, i Decreti "Agosto" (D.L. 104/2020), "Ristori" (D.L. 137/2020), "Ristori Bis", "Ristori Ter" e "Ristori Quater" (D.L. 149/2020, D.L. 154/2020 D.L. 157/2020) hanno rafforzato le misure già introdotte a sostegno del fabbisogno finanziario delle imprese.

<sup>3</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Conti finanziari - 4° trimestre 2020, 2021*.

in corrispondenza di un'elevata incertezza sui flussi di cassa futuri. Tuttavia, esso è anche coerente con la possibilità che il maggior indebitamento e il forte aumento dei depositi osservati per il complesso del settore non siano riconducibili in misura sostanziale alle stesse imprese: da un lato, coerentemente con lo spirito degli interventi di sostegno, quelle che hanno concorso alla crescita dell'indebitamento del settore potrebbero aver impiegato i fondi ottenuti per fare fronte alle difficoltà causate dalla pandemia; dall'altro, l'aumento dei depositi potrebbe essere riconducibile prevalentemente a imprese con saldi finanziari particolarmente positivi causati, ad esempio, dall'aver rinviiato spese di investimento.

Figura 1

**Principali flussi finanziari delle società non finanziarie**  
(flussi annuali in miliardi)



Fonte: (a) Conti finanziari. La voce prestiti include i prestiti a breve, medio e lungo termine da istituti finanziari monetari; per depositi si intendono quelli presso istituti finanziari monetari. (b) Conti non finanziari. Il saldo finanziario si riferisce all'accreditamento netto delle società non finanziarie.

In assenza di informazioni sui depositi a livello di impresa, le evidenze sul 2020 disponibili sono per lo più limitate ad analisi condotte su dati aggregati. Le informazioni per banca evidenziano una correlazione positiva tra prestiti e depositi nel 2020, diversamente da quanto osservato nel 2019<sup>4</sup>. Una stima del fabbisogno di liquidità delle imprese partendo da dati di bilancio è stata invece prodotta da De Socio e al. (2020) utilizzando una metodologia che si basa sulla proiezione dei flussi di cassa e dei profitti nel 2020 a seguito dello shock da Covid-19 e tenendo conto delle

<sup>4</sup> Cfr. Banca d'Italia, il riquadro: *I prestiti alle imprese durante la pandemia in Italia e nei principali paesi dell'area dell'euro*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2021.

principali misure di sostegno introdotte tra marzo e agosto del 2020, che avrebbero, secondo i risultati ottenuti, sostanzialmente annullato il maggior deficit di liquidità<sup>5</sup>.

Al fine di caratterizzare l'eterogeneità sottostante gli andamenti aggregati, l'analisi presentata in questa nota sfrutta le informazioni sul 2020 rilevate direttamente presso le imprese con almeno 20 addetti dell'industria e dei servizi nell'ambito delle indagini annuali condotte dalla Banca d'Italia, integrate con i dati sui prestiti contenuti nell'archivio AnaCredit e con alcune informazioni dei bilanci sul 2019 di fonte Cerved. Le imprese oggetto di esame rappresentano quasi il 70 per cento del valore aggiunto complessivo.

A partire da tali dati si quantifica il saldo finanziario dell'impresa nel 2020, ovvero la liquidità generata nell'anno dall'attività caratteristica dell'impresa (o il fabbisogno di finanza esterna, se negativo). La sua analisi in relazione all'indebitamento bancario, per cui si dispone di informazioni granulari, permette di valutare se e in che misura il ricorso all'indebitamento sia riconducibile a imprese già in grado di generare saldi positivi con la loro attività e quanto i due fenomeni siano concentrati nelle stesse imprese.

I principali risultati possono essere riassunti come segue:

- Nel 2020 quasi metà delle imprese ha ampliato il proprio indebitamento bancario. Il maggior debito complessivamente riconducibile ad esse afferisce per oltre i tre quarti al 5 per cento delle imprese italiane che ne ha registrato la crescita più elevata. Si tratta soprattutto di imprese di grandi dimensioni, capogruppo, che hanno realizzato la maggior parte degli investimenti complessivi.
- Il saldo finanziario è stato positivo per circa il 60 per cento delle imprese. Quasi metà delle risorse complessivamente generate da esse è riconducibile all'1 per cento delle imprese italiane con saldi finanziari più elevati.
- Quasi un quarto delle imprese ha contemporaneamente generato un saldo finanziario positivo (per 93 miliardi) e aumentato i prestiti (per 35 miliardi) nel 2020.
- La relazione tra saldo finanziario e variazione dell'indebitamento bancario nel 2020 appare non lineare: ordinando le imprese sulla base dei ventili della distribuzione del saldo finanziario, l'aumento dei prestiti si concentra nelle due classi estreme. Questi due gruppi di imprese hanno anche realizzato circa il 65 per cento degli investimenti complessivi.

---

<sup>5</sup> A. De Socio, S. Narizzano, T. Orlando, F. Parlapiano, G. Rodano, E. Sette e G. Viggiano, *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 13 novembre 2020. Il lavoro si basa sui bilanci delle società di capitali di fonte Cerved (riferiti al 2018, il dataset più completo al momento dell'analisi) e su altre fonti disponibili a vari livelli di disaggregazione (tra cui i dati di Centrale dei Rischi, Fondo Centrale di Garanzia/Medio Credito Centrale e SACE).

## 1. I dati

La Banca d'Italia svolge annualmente due rilevazioni presso le imprese industriali e dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti: l'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind), condotta in primavera, che raccoglie informazioni quantitative sull'andamento delle principali variabili economiche di impresa nell'anno precedente e sulle attese per l'anno in corso; il *Sondaggio congiunturale*, svolto in autunno, che raccoglie informazioni aggiornate, per lo più qualitative, sull'andamento dell'attività produttiva osservato nei primi nove mesi dell'anno e su altri temi di interesse per l'attività di impresa. La rilevazione Invind condotta nel 2021 consente quindi di derivare indicatori quantitativi sull'andamento dell'attività di impresa nel 2020, mentre le informazioni raccolte nel Sondaggio congiunturale consentono di integrare le analisi con ulteriori indicazioni qualitative fornite dalle imprese.

L'analisi svolta in questa nota si basa sull'integrazione delle indagini annuali presso le imprese relative all'anno 2020 con: i) informazioni dei bilanci sul 2019, l'ultimo anno per cui sono disponibili i dati completi (Cerved) e ii) i dati granulari sui prestiti bancari concessi alle imprese (AnaCredit). Ai fini dell'analisi, sono stati estratti da AnaCredit, per ogni impresa rilevata nelle due indagini, gli importi nominali dei prestiti in essere al 31/12/20 e al 31/12/19, per tutti i tipi di strumento e per ogni ente segnalante; dalla loro differenza si è derivata per ciascuna impresa la variazione totale dei prestiti bancari nel 2020, che dunque misura l'importo di nuovi prestiti in essere rispetto alla fine dell'anno precedente, al netto del rimborso della quota capitale sui prestiti preesistenti. Anche gli importi relativi agli interessi sui prestiti pagati dalle imprese provengono da questa fonte.

I dati granulari sui prestiti bancari, agganciati al campione delle indagini, permettono di cogliere larga parte del fenomeno aggregato di interesse: la stima campionaria del complesso dei prestiti bancari alla fine del 2020 è pari a circa 440 miliardi, il 65 per cento del corrispondente valore desumibile dai conti finanziari per le società private non finanziarie (668 miliardi<sup>6</sup>); la copertura è maggiore per i debiti a lungo termine rispetto a quelli a breve termine (68 e 57 per cento, rispettivamente), per effetto anche della soglia di rilevazione di AnaCredit e delle eventuali peculiarità dei prestiti nei comparti non coperti dalle indagini sulle imprese<sup>7</sup>. La stima campionaria della variazione del totale dei prestiti bancari nel 2020 è pari a 36,8 miliardi, come quella risultante dalle statistiche aggregate dei conti finanziari.

Secondo l'identità contabile:

$$DEP_t + A_t - P_t - B_t = L_t + DEP_{t-1} + A_{t-1} - P_{t-1} - B_{t-1} - V_t$$

l'andamento dei depositi bancari (*DEP*) di un'impresa riflette il saldo finanziario generato dalla gestione ordinaria (*L*), l'evoluzione delle consistenze delle attività finanziarie meno

<sup>6</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Conti finanziari - 4° trimestre 2020*, 2021.

<sup>7</sup> AnaCredit fornisce informazioni per singola linea di credito e per singolo strumento con una soglia di censimento di 25.000 euro per le operazioni in bonis e 100 euro per i crediti deteriorati. I debiti censiti da questa fonte corrispondono all'83 per cento del totale dello stock di prestiti rilevato dai conti finanziari per il 2020 (87 per i prestiti a medio/lungo termine e 68 per quelli a breve). Le differenze sono riconducibili ai prestiti sotto la soglia di 25 mila euro, ai prestiti concessi da istituti finanziari monetari diversi dalle banche (banche centrali e fondi comuni monetari) o ai comparti non rilevati nelle indagini: le rilevazioni escludono i settori dell'agricoltura, delle costruzioni, finanziario e assicurativo e dell'intrattenimento, la Pubblica amministrazione, quelli a prevalenza pubblica (istruzione, sanità) e gli altri servizi pubblici, sociali e personali. Le imprese delle costruzioni sono oggetto di una rilevazione dedicata che non raccoglie alcune delle informazioni impiegate in questa nota.

liquide ( $A$ ), dell'indebitamento bancario ( $P$ ) e delle altre passività ( $B$ ) e i proventi da eventuali dismissioni di attività reali ( $V$ ). A livello di impresa, tali grandezze sono osservate con ritardo, spesso significativo, rispetto al periodo di riferimento. In questa nota si stimano il saldo finanziario ( $L$ ) e l'andamento dell'indebitamento bancario ( $D = P_t - P_{t-1}$ ) a livello di impresa e se ne valuta la distribuzione tra imprese. Tali grandezze consentono di qualificare l'andamento dei depositi sotto l'ipotesi che il contributo della variazione delle consistenze delle altre attività finanziarie e delle altre passività e delle dismissioni di attività reali sia complessivamente contenuto.

In questa nota si utilizza una misura di saldo finanziario ( $L$ ) definito come il flusso di risorse generato dall'attività caratteristica dell'impresa al netto della spesa per investimenti (o, in caso di valori negativi, come il fabbisogno dell'impresa di finanziamenti esterni) e se ne studia la relazione con la variazione dell'indebitamento bancario ( $D$ ). In dettaglio:

$$L = MOL - I - i - T \quad \text{e} \quad MOL = F - CL - AC$$

dove  $MOL$ ,  $I$ ,  $i$  e  $T$  rappresentano, rispettivamente il margine operativo lordo, la spesa per investimenti fissi lordi, gli oneri finanziari e le imposte di competenza per l'anno. Il margine operativo lordo ( $MOL$ ) a livello di impresa è calcolato sottraendo al fatturato ( $F$ ) il costo del lavoro ( $CL$ ) e gli altri costi per input produttivi sostenuti nell'anno inclusivi del valore della variazione delle scorte ( $AC$ )<sup>8-9</sup>. La spesa per investimenti fissi lordi realizzata nell'anno,  $I$ , è di fonte Invind, mentre gli oneri finanziari  $i$  sono gli interessi sui prestiti corrisposti dalle imprese rilevati in AnaCredit. Infine,  $T$  è una misura delle imposte versate nel corso dell'anno, data dall'ammontare di imposte di competenza dell'anno precedente e derivata dal relativo bilancio di esercizio<sup>10-11</sup>.

<sup>8</sup> Il fatturato ( $F$ ) e il costo per l'acquisto di beni e servizi (inclusivo del valore della variazione delle scorte) ( $AC$ ) nell'anno sono rilevati direttamente nell'indagine Invind. Poiché il costo del lavoro misurato direttamente in Invind esclude i pagamenti effettuati dalle imprese per conto dell'INPS e degli altri istituti di previdenza e non considera le retribuzioni dei dirigenti, si è qui provveduto a stimare il costo del lavoro complessivo imputando al 2020 il costo orario del lavoro stimabile per il 2019 sulla base di Cerved e Invind 2019. I valori mancanti sono stati imputati applicando al dato presente nel 2019 il tasso di crescita delle stesse variabili stimato utilizzando un modello di regressione che tiene conto sia delle caratteristiche individuali delle imprese (settore, area geografica e dimensione) sia della variazione degli addetti e del fatturato nell'anno.

<sup>9</sup> Il confronto per il 2019 tra il margine operativo lordo stimato in tal modo e quello derivato dai bilanci di fonte Cerved indica una distribuzione degli errori di stima concentrata intorno allo zero per le tre componenti (Fig. A1).

<sup>10</sup> Tale grandezza è solo una *proxy* delle imposte pagate dalle imprese nel corso dell'anno, poiché non tiene conto dei versamenti del saldo relativo ad esercizi precedenti, né delle misure di sostegno di cui hanno beneficiato le imprese nel corso dell'anno nella forma di contributi a fondo perduto o di esoneri di pagamento delle imposte.

<sup>11</sup> Diversamente dall'analisi in De Socio e al. (2020), che produceva una stima, in corso d'anno, del fabbisogno di liquidità derivante dalla gestione interna per valutare in che misura gli interventi governativi riuscissero a soddisfarlo, l'analisi presentata in questa nota conduce un esercizio *ex post* finalizzato ad approfondire la distribuzione del saldo finanziario e dell'indebitamento prescindendo dagli eventuali effetti di provvedimenti governativi sulla dinamica del debito. Di conseguenza, rispetto al lavoro citato, la misura  $L$  non considera l'andamento dei prestiti bancari al fine di poterne studiare l'associazione con il saldo finanziario, mentre include la spesa per investimenti fissi lordi, che nel suddetto lavoro non era stimata ipotizzando la stabilità dell'assetto produttivo delle imprese durante la pandemia.

Il saldo finanziario complessivamente stimato per il 2020 è pari a 114 miliardi a fronte di 93 miliardi derivati utilizzando voci analoghe dei conti non finanziari relativi alle società non finanziarie<sup>12</sup>.

La misura *L* non tiene conto di altre voci che concorrono alla formazione del flusso di cassa complessivo, ma su cui non abbiamo informazioni, come ad esempio i proventi finanziari e gli oneri associati a fonti di finanziamento non bancarie. Inoltre, *L* non tiene conto del rimborso della quota capitale relativa a prestiti già esistenti alla fine dell'anno precedente, incluso in *D*, e questo implica una sovrastima del saldo finanziario. Seppur con le necessarie cautele dovute ai limiti descritti, essa consente di analizzare l'associazione tra andamento dell'indebitamento e saldo finanziario delle imprese. In particolare, permette di stimare da un lato quante imprese hanno osservato un contemporaneo aumento della liquidità prodotta dalla propria gestione caratteristica (al netto degli investimenti) e dei prestiti e, dall'altro, di verificare in che misura tali prestiti siano riconducibili ad imprese già in buone condizioni finanziarie o, al contrario, ad imprese che non sono state in grado di generare liquidità.

## 2. Risultati

Nel 2020 è aumentata la domanda di risorse finanziarie da parte delle imprese. Secondo i dati Invind, il 44 per cento delle imprese ha dichiarato di aver avuto un maggiore fabbisogno di indebitamento e ottenuto nuovi finanziamenti nel corso dell'anno (28 per cento nel 2019). In nove casi su dieci il nuovo prestito ha coinciso con l'intero importo richiesto all'intermediario.

I dati di AnaCredit confermano un aumento dell'indebitamento rispetto al 2019 per il 43 per cento delle imprese<sup>13</sup>, per un totale di circa 81 miliardi, e una sua riduzione per una quota analoga di imprese, per circa 45 miliardi nel complesso (Tav. 1).

Sia gli ampliamenti dell'esposizione bancaria sia le riduzioni sono fortemente concentrati. Oltre tre quarti degli 81 miliardi di maggior debito sono riconducibili al 5 per cento di imprese che hanno registrato l'espansione maggiore del proprio indebitamento. Un esercizio econometrico mostra che la probabilità di appartenere a questo gruppo è maggiore tra le imprese di dimensioni medio-grandi, esportatrici, capogruppo, che hanno realizzato la maggiore spesa per investimenti nel corso dell'anno; essa non si correla invece significativamente con la variazione del fatturato<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> Per coerenza con le voci di bilancio disponibili e prese in considerazione per calcolare il saldo finanziario a partire dai dati elementari, il corrispondente dato macroeconomico è calcolato sottraendo al MOL del settore delle società non finanziarie gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte, gli interessi netti e le imposte pagate dal settore. La sovrastima rispetto ai conti nazionali deriva dal fatto che mentre il MOL risulta sostanzialmente allineato nelle due fonti, le restanti componenti (investimenti, oneri finanziari e imposte) risultano nel complesso sottostimate. L'aggregato così calcolato differisce dall'accreditamento netto del settore registrato dai conti nazionali (pari a 38 miliardi) poiché non tiene conto dei trasferimenti in conto capitale e di altre poste, per cui non sono disponibili informazioni elementari a livello di impresa.

<sup>13</sup> Le dummy costruite sulla base delle due fonti (=1 se aumento dell'indebitamento e =0 altrimenti) coincidono nel 70 per cento dei casi, sebbene la stima di Invind sia riferita al complesso degli intermediari finanziari e i dati granulari rilevino solo i prestiti al di sopra di 25 mila euro.

<sup>14</sup> Considerando invece un modello che stima la probabilità di avere aumentato l'indebitamento bancario nel 2020 (e non quella di appartenere al 5 per cento delle aziende con il maggior aumento dell'indebitamento), i risultati mostrano che tale probabilità è invece maggiore per le imprese che hanno riportato una più forte riduzione del fatturato nell'anno (Tav. A1, col. 2). Queste evidenze suggeriscono che il ricorso all'indebitamento bancario è stato più frequente tra le imprese che hanno subito una più intensa contrazione delle vendite, ma che sull'aumento complessivo dei prestiti hanno inciso maggiormente imprese con andamenti eterogenei delle vendite nel 2020.

(Tav. A1 in Appendice). Analogamente, i circa 45 miliardi di minore indebitamento sono riconducibili per i due terzi al 5 per cento di imprese che hanno registrato le riduzioni più consistenti.

Tavola 1

**Distribuzione del flusso di prestiti bancari nel 2020**  
(flussi in miliardi e quote percentuali)

Variazione dei prestiti fra il 2020 e il 2019* (D):	Flusso totale (miliardi di euro)	Quota cumulata di imprese
< -10,2 mln euro	-16,9	1,0
(-10,2 - -2,5 mln]	-13,7	5,0
(-2,5 mln - 0)	-14,0	45,0
Nulla	0,0	57,0
(0 - 355.000 euro)	1,7	75,0
(355.000 - 1,65 mln]	8,6	90,0
(1,65 - 3,05 mln]	7,8	95,0
(3,05 - 12,6 mln]	14,7	99,0
>12,6 mln	48,6	100,0
<b>Totale</b>	<b>36,8</b>	

Fonte: elaborazioni degli autori su dati Invind-AnaCredit. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero delle imprese nell'universo. Note: \* Differenza fra stock dell'indebitamento al 31/12/2020 e stock al 31/12/2019. Per le variazioni positive gli estremi delle classi sono definiti in base ai percentili 75°, 90°, 95° e 99° della distribuzione di D, mentre per le variazioni negative in base ai percentili 1° e 5°.

Anche il saldo finanziario è stato molto eterogeneo, risultando negativo per il 40 per cento circa delle imprese, per un valore totale di 111 miliardi, a fronte di un flusso positivo pari a 224 miliardi generato dal restante 60 per cento delle imprese (Tav. 2). Un ammontare di circa 96 miliardi di euro, pari al 43 per cento del flusso positivo, è riconducibile all'1 per cento delle imprese con i saldi più elevati. Il flusso negativo è riconducibile per i tre quarti al 5 per cento di imprese che hanno registrato il minore saldo finanziario.

Tavola 2

**Distribuzione del saldo finanziario nel 2020**  
(flussi in miliardi e quote percentuali)

Saldo finanziario*	Flusso totale (miliardi di euro)	Quota cumulata di imprese
< -17,5 mln euro	-60,6	1,0
(-17,5 - -4,8 mln]	-21,5	5,0
(-4,8 - 0 mln]	-28,6	39,5
(0 - 1,9 mln]	18,3	75,0
(1,9 - 5,4 mln]	32,1	90,0
(5,4 - 10,6 mln]	26,8	95,0
(10,6 - 37,1 mln]	51,0	99,0
> di 37,1 mln	96,2	100,0
<b>Totale</b>	<b>113,6</b>	

Fonte: elaborazioni degli autori su dati Invind. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero delle imprese nell'universo. Note: \*  $L = MOL - I - T$ . Per le variazioni positive gli estremi delle classi sono definiti in base ai percentili 75°, 90°, 95° e 99° della distribuzione di L, mentre per le variazioni negative in base ai percentili 1° e 5°.

Una scomposizione delle imprese a seconda che esse abbiano registrato un aumento o una diminuzione dell'indebitamento bancario e, al contempo, abbiano o meno generato risorse finanziarie interne consente di derivare indicazioni sul contributo di queste quattro categorie

di imprese alla variazione dell'indebitamento e al saldo finanziario complessivi. Sulla base di tale scomposizione, presentata nella Tavola 3, il flusso positivo di prestiti (81 miliardi) sarebbe riconducibile per oltre metà a imprese con saldo finanziario negativo (46 miliardi), mentre il complesso dei saldi finanziari positivi sarebbe imputabile per oltre la metà a imprese che non hanno accresciuto il proprio indebitamento bancario nell'anno (132 su 224 miliardi).

Il 24 per cento delle imprese avrebbe aumentato i prestiti e contestualmente registrato un saldo finanziario positivo nel 2020; a tali imprese è attribuibile il 43 per cento degli 81 miliardi di nuovo indebitamento nel 2020.

Tavola 3

**Classificazione delle imprese per andamento dell'indebitamento e saldo finanziario**  
(flussi in miliardi e valori percentuali)

		Variazione indebitamento					
		Negativa/nulla		Positiva		Totale	
		Flusso di indebitamento	Saldo finanziario	Flusso di indebitamento	Saldo finanziario	Flusso di indebitamento	Saldo finanziario
Saldo finanziario	Negativo/	-17,0	-61,3	46,0	-49,5	29,0	-110,8
	nullo		(20%)		(19%)		(39%)
	Positivo	-27,0	131,9	35,0	92,5	8,0	224,4
			(37%)		(24%)		(61%)
Totale		-44,0	70,6	81,0	43,0	37,0	113,6
			(57%)		(43%)		(100%)

Fonte: elaborazioni degli autori su dati Invind-AnaCredit. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero delle imprese nell'universo. Note: La tavola classifica le imprese in base al segno del saldo finanziario e della variazione dell'indebitamento. Per ciascun gruppo di imprese si riportano il flusso totale dell'indebitamento (in miliardi di euro, prima colonna di ogni gruppo) e il saldo finanziario (in miliardi di euro, seconda colonna di ogni gruppo) a esse riconducibili; la quota di imprese che ricadono all'interno di ciascuna cella è riportata tra parentesi.

Queste evidenze sono coerenti con le informazioni qualitative raccolte nel Sondaggio congiunturale sul 2021, secondo cui il 22 per cento delle imprese ha accantonato in depositi almeno parte dei prestiti ottenuti dall'inizio della pandemia: il motivo principale di tale decisione sarebbe stato quello precauzionale (per oltre il 40 per cento di esse), seguito dal rinvio della spesa per investimenti (19 per cento), dalle condizioni vantaggiose di indebitamento e dalla riduzione delle spese correnti (12 per cento, rispettivamente). Per le imprese con almeno 500 addetti, il motivo precauzionale si conferma la ragione principale per una richiesta di prestiti superiore all'utilizzo effettivo, ma sarebbe seguito dalle condizioni vantaggiose di indebitamento, mentre il rinvio delle spese per investimento sarebbe stato rilevante solo nell'8 per cento dei casi.

Rispetto agli anni passati, una più ampia quota di imprese ha, inoltre, dichiarato che la domanda di prestiti è stata determinata dalla necessità di finanziare l'attività corrente e dalla ridotta capacità di autofinanziamento<sup>15</sup> (Fig. 2). Nel confronto storico, nel 2020 è anche risultata maggiore la quota di imprese che hanno aumentato la domanda di credito per finalità di ristrutturazione del debito, mentre si è significativamente ridotta, soprattutto nel primo semestre, quella di coloro che hanno

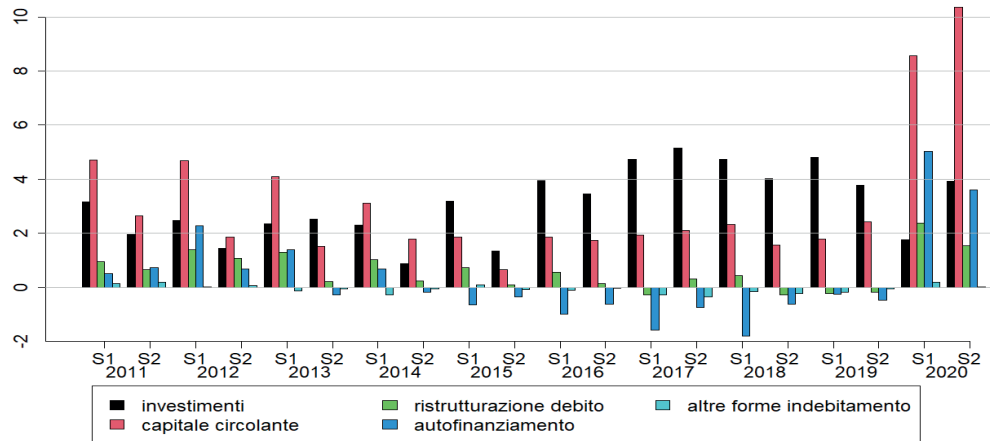
<sup>15</sup> Alle sole imprese che hanno indicato una variazione positiva o negativa della domanda di prestiti bancari nel semestre rispetto al semestre precedente, si pone la seguente domanda: *Quali sono i fattori più rilevanti per l'andamento della Vostra domanda di prestiti bancari nel primo/secondo semestre? (indicare al massimo due fattori come molto rilevanti)* Le imprese possono indicare una delle seguenti risposte: 1 = per nulla rilevante; 2 = poco rilevante; 3 = abbastanza rilevante; 4 = molto rilevante per ciascuno dei seguenti fattori: a - variazione esigenze fondi per investimenti fissi; b - variazione esigenze fondi capitale circolante; c - variazione esigenze fondi per ristrutturazione del debito d - variazione della capacità di autofinanziamento e - variazione del ricorso ad altre forme di indebitamento (prestiti non bancari, obbligazioni, ecc.).



avuto esigenze di finanziamento per investimenti fissi, coerentemente con il ridimensionamento dei piani di accumulazione osservato subito dopo lo scoppio dell'emergenza sanitaria.

Figura 2

**Motivazioni rilevanti della variazione semestrale della domanda di prestiti bancari**  
(valori percentuali)



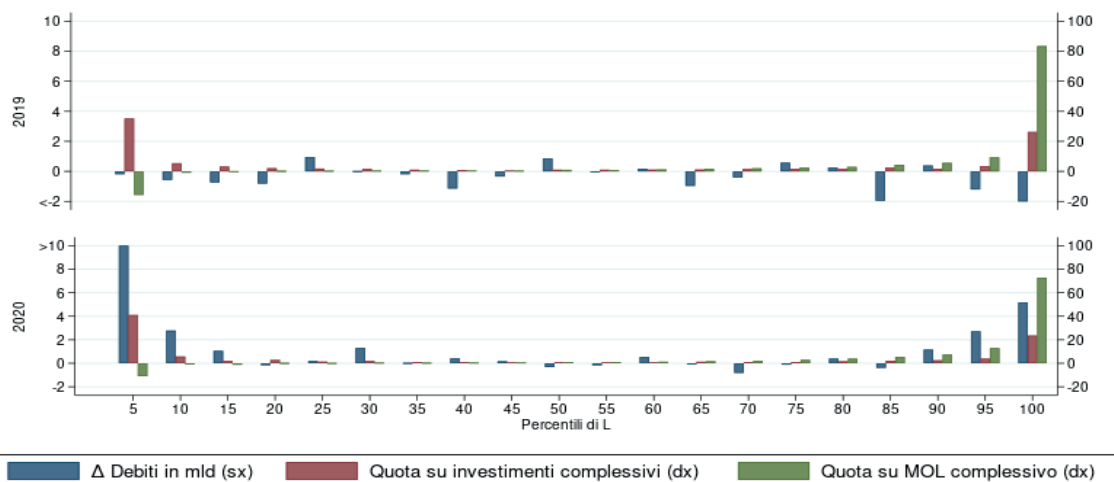
Fonte: elaborazioni degli autori su dati Invind (S2) e Sondaggio congiunturale (S1). Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero delle imprese nell'universo.

Note: Le barre si riferiscono al saldo tra la quota di imprese che hanno aumentato la domanda di prestiti bancari ritenendo *abbastanza rilevante* o *molto rilevante* ognuno dei fattori e la quota di imprese che hanno diminuito la domanda di prestiti bancari ritenendo *abbastanza rilevante* o *molto rilevante* lo stesso fattore.

Ordinando le imprese per i ventili del saldo finanziario, si riscontra un'associazione non lineare fra l'aumento dell'indebitamento bancario e il saldo finanziario nel 2020: l'indebitamento si concentra nelle classi estreme, ossia nel 5 per cento delle imprese che hanno registrato i saldi rispettivamente più bassi e più elevati (Fig. 3). Le imprese di questi due gruppi hanno anche realizzato insieme una quota pari a circa il 65 per cento della spesa per investimenti.

Figura 3

**Variatione dell'indebitamento bancario, contributo al MOL complessivo e alla spesa per investimenti per ventili del saldo finanziario**  
(miliardi di euro e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni degli autori su dati AnaCredit, Invind, Cerved. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero delle imprese nell'universo.

Questa evidenza appare decisamente differente da quella che emerge per il 2019, dove tra le imprese nelle classi estreme (e in quelle immediatamente adiacenti) si osserva una contrazione dell'indebitamento.

La relazione non lineare, ed in particolare descrivibile con una forma a U, è confermata da un esercizio di regressione che permette anche di controllare per varie caratteristiche dell'impresa (Tav. 4, col.1) e non appare legata esclusivamente ad una delle componenti del saldo finanziario (col. 2). Al contempo, l'entità dei piani di investimento per l'anno successivo, e le attese di occupazione e fatturato non appaiono correlate significativamente all'indebitamento. Le colonne 3 e 4 riportano i coefficienti delle stime sul 2019 evidenziando una correlazione non significativa tra le due variabili di interesse, confermata anche utilizzando i dati amministrativi dei bilanci sul 2019 (col. 5). Come analisi di robustezza, per verificare in che misura i risultati dipendono dalla dimensione d'impresa, le colonne 6 e 7

Tavola 4

**Determinanti della variazione dell'indebitamento bancario nel 2020 e nel 2019**  
(stime OLS)

	(1) 2020	(2) 2020	(3) 2019	(4) 2019	(5) Cerved	(6) 2020	(7) 2019
Impresa in un gruppo	-35.39 (0.902)	141.6 (0.724)	-135.1 (0.439)	-133.5 (0.461)	-110.4 (0.566)	-0.00765 (0.209)	-0.00305 (0.484)
Impresa capogruppo	3098.5** (0.005)	2692.7* (0.018)	306.7 (0.647)	298.3 (0.659)	571.7 (0.406)	0.0351** (0.002)	0.0133 (0.328)
Obbligazioni	0.108 (0.300)	0.115 (0.327)	-0.165* (0.011)	-0.162* (0.035)	-0.166* (0.011)	0.0938 (0.377)	-0.227 (0.190)
$L_{2020}$	-0.240* (0.036)					-0.0374* (0.028)	
$L_{2020}^2$	8.90e-08** (0.009)					-0.00306+ (0.085)	
$L_{2019}$	0.198 (0.133)		0.000896 (0.746)		0.00410 (0.561)	0.0343* (0.049)	0.000583 (0.921)
$L_{2019}^2$	-3.22e-08 (0.144)		-1.04e-10 (0.751)		-5.91e-10 (0.564)	-0.0000337 (0.985)	0.000752 (0.246)
$MOL - i - T$		-0.349** (0.002)		0.00365 (0.538)			
$(MOL - i - T)^2$		0.000000122** (0.003)		-7.38e-10 (0.465)			
$I$		0.647* (0.014)		-0.00555 (0.902)			
$I^2$		-0.000000249** (0.002)		6.78e-10 (0.957)			
Costante	-9567.5 (0.290)	-5752.1 (0.382)	-1868.5 (0.448)	-1993.3 (0.353)	-1799.3 (0.522)	-0.0154 (0.699)	-0.0363 (0.310)
$R^2$	0.442	0.510	0.106	0.107	0.109	0.0546	0.00945
Osservazioni	3830	3946	3830	3830	3510	3774	3774

Fonte: elaborazioni degli autori su dati AnaCredit, Invind, Cerved. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero delle imprese nell'universo. Note: La variabile dipendente è D, ovvero la variazione dell'indebitamento bancario tra t-1 e t di fonte AnaCredit (riscalata per il totale attivo delle imprese nel 2019 nelle colonne 6 e 7). Nella colonna (5) il valore del MOL per il 2019 è di fonte Cerved. Tutte le regressioni controllano per settore, classe di addetti, area geografica, quota di esportazione e variazioni attese di fatturato, occupazione e spese per investimenti, e informazioni sull'emissione di prestiti obbligazionari. p-value in parentesi + p < 0.1, \* p < 0.05, \*\* p < 0.01, \*\*\* p < 0.001.

riportano i risultati delle stime riprodotte sulle variabili riscalate per l'attivo dell'impresa nel 2019. La relazione tra variazione dell'indebitamento e saldo finanziario si indebolisce poiché, come indicato precedentemente, nelle code si trovano le imprese di maggiore dimensione che determinano la relazione sopra descritta.

L'accumulo della liquidità nel 2020 è stato sostenuto anche dal rinvio delle scadenze per i pagamenti. La Tavola A2 in Appendice mostra i risultati di una regressione in cui le informazioni sull'avvenuta ricomposizione dei prestiti a favore di quelli a scadenza superiore all'anno e sul ricorso alla moratoria sono state utilizzate per modellare la probabilità che l'impresa abbia dichiarato di aver aumentato il livello delle proprie disponibilità liquide a fine 2020 rispetto alla fine del 2019 (informazione raccolta nel Sondaggio congiunturale). Entrambi i fattori risultano significativi anche controllando per altre caratteristiche dell'impresa. Tale correlazione non è peraltro guidata dalla variazione dell'indebitamento contestualmente verificatasi (col. 2).

### 3. Appendice

Tavola A1

#### Indebitamento delle imprese nel 2020

	(1) Appartenenza al top 5% per variazione indebitamento	(2) Aumento dell'indebitamento
Impresa in un gruppo	0.266 (0.349)	-0.825*** (0.000)
Impresa capogruppo	0.587* (0.021)	1.156*** (0.000)
50-99 addetti	0.956** (0.007)	0.0945 (0.478)
100-199 addetti	1.455*** (0.000)	0.231 (0.151)
200-499 addetti	1.722*** (0.000)	0.141 (0.452)
500-999 addetti	1.903*** (0.000)	-0.173 (0.553)
1000 addetti e oltre	1.560*** (0.001)	-0.476 (0.103)
esporta tra 1/3 e 2/3	0.700** (0.008)	0.00150 (0.993)
esporta oltre 2/3	0.744* (0.024)	0.0530 (0.778)
calo fatturato oltre -30%	0.364 (0.500)	1.045*** (0.000)
calo fatturato tra -30 a -15%	-0.305 (0.524)	0.666** (0.008)
calo fatturato tra -15 e -4%	-0.432 (0.344)	0.617* (0.013)
calo fatturato tra -4 e -1.6%	-0.493 (0.451)	0.432 (0.200)
fatturato in aumento 1.5-4%	-1.031* (0.045)	0.277 (0.392)
fatturato in aumento 4-30%	-0.772+ (0.075)	0.0431 (0.868)
fatturato in aumento oltre 30%	-0.0506 (0.941)	0.0205 (0.954)
spesa per investimenti (log)	0.288*** (0.000)	0.0894** (0.003)
Costante	-5.641*** (0.000)	-1.150*** (0.001)
(Pseudo)-R <sup>2</sup>	0.214	0.066
Osservazioni	3980	3566

Fonte: elaborazioni degli autori su dati AnaCredit e Invind. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero delle imprese nell'universo.

Note: Regressione logistica della dummy uguale a 1 se l'impresa appartiene al 5% (col. 1) superiore della distribuzione delle imprese per variazione assoluta dell'indebitamento nel 2020, misurato dalla variazione dei debiti bancari tra 2019 e 2020 di fonte AnaCredit. Regressione logistica della dummy uguale a 1 se è stato richiesto e accordato almeno parzialmente un nuovo prestito di fonte Invind (col. 2). Le regressioni includono anche i controlli: settore, area geografica, quota di esportazione. *p*-value in parentesi: + *p* < 0.1, \* *p* < 0.05, \*\* *p* < 0.01, \*\*\* *p* < 0.001.

**Probabilità di aumentare la propria liquidità nel 2020 per le imprese  
con posizioni debitorie in essere al 31/12/2019**

	(1)	(2)	(3)
ristrutturazione debito (a)	0.228** (0.007)	0.228** (0.007)	0.662*** (0.000)
utilizzo moratoria	0.172+ (0.063)	0.172+ (0.063)	0.288** (0.007)
Costante	-1.067*** (0.000)	-1.067*** (0.000)	-2.316*** (0.000)
variazione debito	NO	SI	NO
Pseudo- $R^2$	0.057	0.057	0.105
Osservazioni	3.142	3.142	3.142

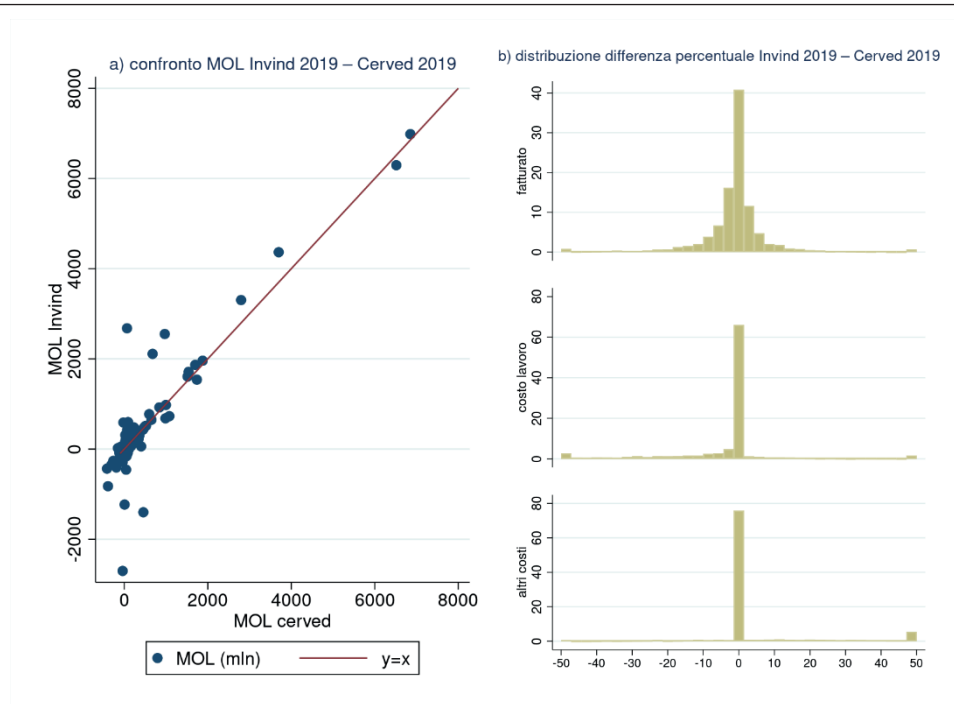
Fonte: elaborazioni degli autori su dati Invind-AnaCredit-Sondaggio congiunturale-Cerved. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero delle imprese nell'universo.

Note: Regressione probit della dummy uguale a 1 se l'impresa ha dichiarato che il livello delle proprie disponibilità liquide nei primi tre trimestri del 2020 è aumentato rispetto al 2019 (col. 1 e 2). Regressione probit della dummy uguale a 1 se l'impresa ha aumentato l'indebitamento bancario nel 2020 e ha dichiarato che il livello delle proprie disponibilità liquide nei primi tre trimestri del 2020 è aumentato rispetto al 2019 (col. 3).  $p$ -value in parentesi: +  $p < 0.1$ , \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$ .

(a) Dummy che indica se l'impresa ha aumentato i debiti a lunga scadenza (oltre l'anno) e diminuito quelli a breve. Tutte le regressioni controllano per settore, classe di addetti, area geografica, quota di esportazione, appartenenza ad un gruppo e l'essere capogruppo, variazione di fatturato e investimenti e liquidità a fine 2019.

Figura A1

**Confronto tra MOL calcolato sui dati di bilancio sul 2019 e MOL stimato**



Fonte: elaborazioni degli autori su dati Invind e Cerved. Statistiche ponderate per il peso di riporto al numero delle imprese nell'universo.

Note: Imprese partecipanti alla rilevazione Invind 2020. Confronto tra il valore del MOL per l'anno 2019 ricostruito sulla base dei dati dell'indagine (ordinate) e quello direttamente disponibile dagli archivi Cerved (ascisse). La retta rappresenta i punti in cui i due valori si eguagliano.

Grafica a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia