

Emerge dall'Osservatorio bilanci di Cerved: margini compressi e struttura finanziaria forte

Data Stampa 6901 - Data Stampa 6901

Aziende nella trappola liquidità

Si accumulano riserve ma non sono usate per investimenti

Pagina a cura

DI CHRISTINA FERIOZZI

L'analisi dei primi 180.000 bilanci societari legati all'esercizio 2025, depositati dalle società di capitali italiane entro giugno 2026 e rappresentativi del 38% del valore aggiunto nazionale, restituisce un quadro macroeconomico che evidenzia un 2025 più difficile rispetto all'anno precedente. Se da un lato l'espansione del fatturato complessivo mostra una netta decelerazione, attestandosi a un modesto +1,7% rispetto al +2,4% registrato nel 2024, a uno sguardo analitico più profondo il sistema produttivo italiano non appare semplicemente rallentato, bensì impegnato in un'imponente ristrutturazione dei propri equilibri di bilancio. La chiave di lettura del 2025 che emerge dall'Osservatorio bilanci 2025, pubblicato da Cerved, non risiede nella pura dinamica dei ricavi, ma nel paradosso tra progressivo rafforzamento patrimoniale e contrazione dell'efficienza nell'impiego del capitale investito.

Disallineamento tra costo del lavoro e valore aggiunto. Uno degli elementi di maggior discontinuità emersi dal report Cerved riguarda il netto raffreddamento della dinamica dei costi esterni e la contemporanea tenuta dei costi interni. Il rientro dei prezzi delle materie prime sui livelli fisiologici post-crisi (dopo i picchi speculativi del biennio 2022-2023) ha fornito un indispensabile polmone di ossigeno alla gestione operativa. Tale calo ha consentito al valore aggiunto complessivo di crescere del +3,7%. Tuttavia, questo valore risulta in decelerazione rispetto al +5,6% del 2024, evidenziando una progressiva erosione della capacità di trasformazione industriale. A frenare la conversione del valore aggiunto in effettivo mar-

gine operativo lordo (Mol/Ebitda) è stato l'assorbimento generato dalla forza lavoro. Durante il 2025, il bacino degli occupati stabili è cresciuto dello 0,7% (+20.000 unità), contribuendo al raggiungimento del record nazionale di 24,121 milioni di lavoratori. Se da una prospettiva sociale l'aumento dell'occupazione rappresenta un fattore positivo, sul piano strettamente gestionale l'incremento della massa salariale ha agito da rigidità strutturale. Poiché la produttività per addetto non è cresciuta a ritmi proporzionali, l'espansione dell'organico si è tradotta in una pressione diretta sui margini unitari. Il risultato è stato un aumento sistematico e preoccupante delle aziende in perdita operativa (con Mol negativo), passate dal 13% del 2023 al 15,5% del 2025, a dimostrazione che per oltre 27.000 imprese la produzione corrente non riesce a coprire i costi diretti di struttura.

La contrazione della redditività industriale. Il calo della redditività operativa e netta svela il progressivo riassorbimento degli effetti distorsivi prodotti dalle politiche pubbliche di incentivo degli anni precedenti. Il Return on equity (Roe) medio del sistema imprenditoriale è sceso di 1,2 punti percentuali, passando dal 10,7% del 2024 al 9,5% del 2025. Analogamente ha interessato il Return on assets (RoA), ridottosi dello 0,5%. Tale riallineamento si riflette in modo marcato nell'analisi dei macrosettori. Il comparto delle costruzioni, pur confermandosi l'area a più elevata redditività assoluta, ha subito una drastica svalutazione dei propri indicatori chiave a seguito dell'esaurimento dei bonus edilizi governativi. Il Roe delle costruzioni è letteralmente crollato dal 16,5% del 2023 al 10,9% del 2025, trascinando verso il basso l'intero aggregato nazionale. Al contrario, l'industria

manifatturiera ha dato prova di una sostanziale tenuta, limitando la flessione del RoA a un contenuto -0,3% e mantenendo un Roe superiore all'8%. I servizi hanno preservato un'elevata profittevolezza operativa (RoA superiore al 7%), mentre il settore primario dell'agricoltura continua a soffrire una debolezza strutturale con indici Roe e RoA bloccati al di sotto della soglia del 2% su tutto il triennio.

Patrimonializzazione record e trappola della liquidità. Il vero fenomeno strutturale osservato nel 2025 risiede nella trasformazione dello stato patrimoniale delle aziende. Il processo di de-leveraging e rafforzamento dei mezzi propri, intrapreso all'indomani della crisi del debito sovrano, ha raggiunto un traguardo storico: il rapporto tra patrimonio netto e totale attivo ha sfiorato il 40% (attestandosi al 39,3%, contro il 33,3% del 2023). Questo incremento di 6 punti percentuali in due anni dimostra come il sistema d'impresa abbia sistematicamente accantonato a riserva i profitti degli anni precedenti invece di distribuirli, blindando il proprio bilancio contro eventuali shock sistemici. Le microimprese guidano questo processo di auto-assicurazione finanziaria, superando per la prima volta la soglia del 40% di patrimonializzazione, a fronte del 35% registrato dalle medio-grandi. Parallelamente, la liquidità corrente è aumentata di quasi 15 punti percentuali nel 2025, con un balzo del +17,3% tra le microimprese e del +10% nelle costruzioni. In questo panorama si desume che l'accumulo di cassa e il calo del costo del debito (sceso dal 4,6% al 4,0% grazie al ciclo espansivo della Bce) creano un apparente paradosso: le aziende sono finanziariamente inattaccabili, ma riluttanti a convertire la liquidità in



investimenti produttivi ad alto rendimento.

Il calo dell'utile sulle vendite dal 3,3% al 3% suggerisce infatti che la maggior prudenza finanziaria non si sta traducendo in efficienza commerciale o in capacità di pricing, bensì in una "trappola della liquidità" a uso aziendale. Le imprese accumulano riserve liquide, probabilmente per proteggersi dall'incertezza piuttosto che per finanziare progetti d'innovazione o espansione sui mercati esteri.

La situazione della microimpresa. Incrociando le variabili dimensionali emerge una marcata asimmetria tra la solidità patrimoniale e la capacità di generare reddito. Le microimprese rappresentano il caso più emblematico: se da un lato vantano la struttura finanziaria più solida d'Italia (patrimonializzazione >

40% e massimo incremento di liquidità), dall'altro hanno subito il calo di redditività più violento del triennio. Il loro Roe si è contratto dall'11,6% del 2023 all'8,7% del 2025 (-2,9%). Le grandi imprese, pur mantenendo un Ebitda Margin inferiore in termini assoluti (8,0% contro il 9,4% delle micro e l'8,8% delle piccole), hanno dimostrato una superiorità nella difesa del capitale. Il Roe delle grandi realtà si è stabilizzato attorno al 9,5%, mentre il Roa ha tenuto sul 6,0%, beneficiando di una maggiore efficienza nei processi di acquisto, di una migliore gestione delle tesorie e di un potere contrattuale strutturale lungo le filiere di fornitura. Le piccole imprese si confermano la classe dimensionale più performante in termini di rendimento del capitale proprio (Roe al 12,0%), dimo-

strando che la dimensione intermedia rappresenta oggi il punto di equilibrio ideale tra flessibilità operativa e massa critica.

Le strategie gestionali. Il bilancio del 2025 tracciato dall'Osservatorio Cerved non induce allarmismo sulla tenuta del sistema produttivo, ma impone un cambio di strategie. L'industria e i servizi italiani hanno superato la fase dell'indebitamento patologico e si presentano all'appuntamento con i mercati globali dotati di migliorata patrimonializzazione. Nei prossimi anni non sarà tanto richiesto l'ulteriore accumulo di riserve, bensì lo sblocco del capitale inattivo. Senza un rilancio deciso degli investimenti in tecnologia, automazione e riqualificazione delle competenze, la sola patrimonializzazione rischia di trasformarsi in una fortificazione passiva.

— © Riproduzione riservata —

Evoluzione dei principali indicatori economico-finanziari

Indicatore d'Impresa / Settore	2023	2024	2025	Variazione 24-25
Crescita del Valore Aggiunto (%)	--	+5,6%	+3,7%	-1,9 p.p.
Crescita dei Ricavi/Fatturato (%)	--	+2,4%	+1,7%	-0,7 p.p.
Redditività Netta del Capitale (Roe complessivo)	--	10,7%	9,5%	-1,2 p.p.
Utile netto su Fatturato (Ros/Profit Margin)	3,3%	3,3%	3,0%	-0,3 p.p.
Quota Imprese con MOL negativo (in perdita op.)	13,0%	--	15,5%	+2,5 p.p. (vs 23)
Quota Imprese in perdita netta d'esercizio	--	18,5%	19,6%	+1,1 p.p.
Tasso di Patrimonializzazione (Patrimonio Netto / Attivo)	33,3%	--	39,3%	+6,0 p.p. (vs 23)
Costo Mediano del Debito da Finanziamenti	--	4,6%	4,0%	-0,6 p.p.
Roe Settore Costruzioni (Picco vs Normalizzazione)	16,5%	--	10,9%	-5,6 p.p. (vs 23)
Roe Settore Microimprese (< 2 mln €)	11,6%	--	8,7%	-2,9 p.p. (vs 23)

Fonte: Elaborazione su dati Osservatorio Bilanci Cerved 2025 (campione di 180.000 società di capitali).