

Tavola 2

Costo del materiale venduto (valori %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Campione	44,0	44,0	44,0	44,3	44,0	43,4	43,3	44,4	45,2	43,9
Alimentare	58,9	58,5	58,8	59,4	59,1	58,5	58,7	59,2	61,0	60,3
Tessile	40,1	39,6	38,4	38,5	37,9	38,1	37,2	36,8	37,2	36,3
Pelli	48,3	47,7	46,6	45,1	43,8	42,5	41,4	42,5	43,4	42,8
Carta	47,1	47,6	47,2	47,2	47,8	46,9	45,5	47,3	49,4	46,1
Chimica	55,3	54,9	54,1	54,1	54,8	54,2	53,4	56,6	57,5	54,6
Gomma	48,3	48,2	48,1	47,9	48,0	46,7	46,2	48,7	49,5	46,4
Meccanica	36,9	36,7	36,0	37,1	37,2	36,2	35,6	38,8	40,4	37,3
Fabb. app. elett.	48,5	48,7	48,1	48,0	47,1	46,7	46,8	49,8	50,9	49,0
Fabb. macchinari	45,7	46,0	45,7	46,5	46,4	45,6	45,7	47,1	48,5	47,0
Mobili	44,6	44,3	44,8	44,0	43,4	42,7	42,6	43,8	44,5	43,1
Costruzioni	32,8	33,0	33,5	33,6	33,6	32,4	31,9	32,1	32,9	32,2
Comm. ingrosso	67,1	67,5	67,6	68,0	67,8	67,5	67,7	68,0	68,4	67,6
Comm. dettaglio	66,4	66,5	66,6	66,4	65,4	65,2	65,8	65,8	66,1	66,0
Trasporto	15,9	14,8	14,4	14,5	15,1	14,8	13,8	15,9	15,8	15,2
Ristorazione	19,4	19,4	19,9	20,0	20,1	20,1	21,4	21,4	20,8	21,0

Nel complesso, nel 2023 il campione mostra un ritorno alla precedente media storica (2014-2021). Il dato va confrontato con quello della marginalità, che nello stesso anno risulta in aumento (come sopra evidenziato). Si può dunque ipotizzare che, pur a fronte di una riduzione dell'incidenza del costo dei materiali, i prezzi di vendita si sono mantenuti più elevati.

Un altro settore che nel corso del 2022 ha registrato un incremento evidente del costo del materiale venduto, con un impatto negativo sulla marginalità, è quello dell'alimentare (+2,5%). Tale aumento è da imputare all'andamento del prezzo delle principali commodities agricole, le quali, dopo lo scoppio del conflitto russo-ucraino, hanno registrato un notevole aumento in termini di prezzi e volatilità. A tal riguardo si ricorda che le quotazioni del grano sono più che raddoppiate in un anno solare (dal 2021 al 2022), per poi diminuire nel corso del 2023.

Come già menzionato, anche il settore della gomma ha registrato degli aumenti importanti nell'incidenza del costo

del materiale venduto. Tali aumenti hanno dispiegato gli effetti nel corso del 2021 e in misura più limitata nel corso del 2022. La gomma, infatti, è fortemente correlata al petrolio il quale, come si è visto, ha registrato degli aumenti in termini di prezzo e volatilità superiori nel corso del 2021.

I già citati e più vistosi aumenti nei settori della meccanica, della fabbricazione di macchinari e di apparecchi elettrici sono di più difficile lettura, poiché sono da imputare sia all'andamento del petrolio che a quello dei metalli. Inoltre, vi è da considerare in questi casi anche la maggiore incidenza dei costi per servizi legati alla componente energetiche che sicuramente hanno influenzato le componenti di costo complessive.

Efficienza gestionale. Si vogliono ora indagare le politiche di gestione delle scorte e dei crediti commerciali, utilizzando degli indicatori *ad hoc* che misurano la giacenza media dei prodotti in magazzino e i tempi medi di incasso dei crediti⁹. In formule:

⁹ Nella trattazione non si analizzerà l'andamento dei giorni di pagamento dei debiti commerciali poiché il dato di bilancio chiave (debiti verso fornitori) non è disponibile per le imprese che redigono il bilancio in contabilità semplificata.

$$gg \text{ magazzino} = \frac{\text{Rimanenze} - \text{acconti a fornitori}}{\text{Ricavi delle vendite}} * 365$$

$$gg \text{ crediti di gestione} = \frac{\text{Crediti di gestione}}{\text{Ricavi delle vendite}} * 365$$

I due indicatori misurano rispettivamente il tempo necessario in giorni per vendere i prodotti e il tempo necessario per incassare i crediti di gestione. Un aumento dei giorni magazzino, a parità di condizioni (assenza di interventi sul ciclo produttivo in termini di prodotti), può indicare una maggiore difficoltà a vendere i beni realizzati. In ottica finanziaria, un aumento dei giorni di giacenza delle scorte indica che ci sono maggiori risorse «parcheeggiate», ossia che non si sono ancora trasformate in liquidità. In alcuni casi, tuttavia, le politiche di magazzino sono effettivamente considerate dalle imprese quali parti integranti di una strategia di copertura dal rischio di rialzo dei prezzi.

Nel corso dell'ultimo triennio, la giacenza media dei prodotti di magazzino è rimasta costante per il campione di ri-

ferimento, su livelli comunque più elevati rispetto alla media storica 2014-2019 (tavola 3).

In ogni caso, l'indicatore mostra un certo grado di eterogeneità per i diversi settori economici di riferimento. In particolare, le imprese afferenti ai settori del commercio e delle costruzioni (in questo caso di immobili in corso di lavorazione e finiti) hanno alleggerito i propri magazzini nel corso degli ultimi due esercizi (2022 e 2023). In controtendenza rispetto a questi ultimi, i settori della fabbricazione di macchinari e di apparecchi elettrici, nonché quelli del tessile e della carta.

Il calo dei tempi di giacenza delle scorte, che si rileva in media su tutto il campione nel 2023 rispetto all'anno precedente, può ridurre i rischi di oscillazione dei prezzi dell'invenduto, fattore che potrebbe gravare sui bilanci delle imprese qualora ci dovessimo ritrovare in una situazione di rapido rallentamento della domanda.

Spostando l'attenzione ai tempi d'incasso, dalla tavola 4 si può notare una diminuzione dei giorni di pagamento medi.

Tavola 3

Giorni magazzino

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Campione	45,7	44,7	41,4	43,5	43,2	43,8	48,3	45,7	46,3	45,4
Alimentare	55,5	57,3	59,6	61,3	62,1	59,7	69,3	63,5	64,1	62,0
Tessile	61,7	59,4	61,6	59,0	58,1	57,5	63,1	60,9	59,6	60,6
Pelli	48,8	48,7	46,3	49,1	52,0	52,7	63,5	56,5	58,3	58,8
Carta	31,6	31,1	31,2	31,7	32,9	33,2	36,1	38,6	39,3	38,4
Chimica	50,2	51,0	53,8	56,0	58,7	59,4	62,2	59,9	59,6	61,0
Gomma	44,7	44,4	47,4	45,9	45,4	48,5	49,4	49,7	50,1	50,8
Meccanica	47,0	45,3	47,1	45,6	45,6	47,9	52,6	53,2	52,6	51,3
Fabb. app. elett.	61,5	62,5	61,2	59,2	60,0	61,6	65,1	70,5	74,3	69,7
Fabb. macchinari	70,8	67,8	67,9	70,6	71,7	73,5	83,4	82,7	89,1	86,9
Mobili	73,7	68,5	66,7	64,4	62,4	60,7	71,5	64,1	64,1	61,6
Costruzioni	73,0	75,1	62,8	72,1	74,2	69,8	86,5	76,0	67,7	64,3
Comm. ingrosso	49,3	48,9	46,0	47,4	47,1	47,9	52,6	46,3	48,1	47,1
Comm. dettaglio	63,9	60,0	61,4	62,9	63,3	64,8	65,5	57,0	56,7	55,0
Trasporto	3,5	2,7	1,8	2,1	2,2	2,5	2,7	3,4	2,4	2,3
Ristorazione	7,0	6,7	6,5	6,2	5,9	6,4	10,3	9,9	6,7	6,9

Tavola 4

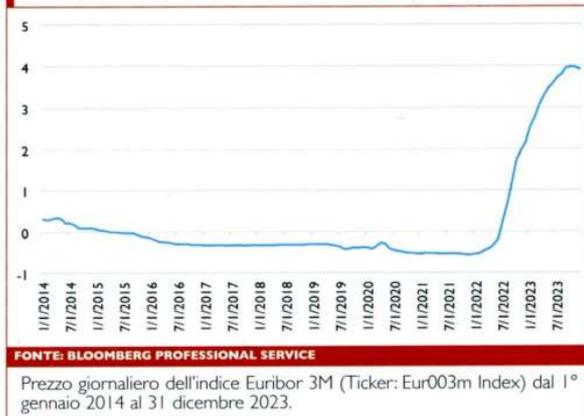
Giorni medi d'incasso dei crediti

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Campione	100,4	97,0	94,3	91,8	88,3	85,0	89,1	84,3	79,1	76,3
Alimentare	85,5	85,8	84,2	82,6	79,0	77,6	76,4	77,8	72,9	68,1
Tessile	108,7	106,3	101,3	98,7	96,5	90,8	97,9	92,7	86,5	81,6
Pelli	88,3	86,4	88,1	85,8	84,0	84,4	91,9	82,8	76,8	71,7
Carta	125,0	124,5	117,6	115,0	110,4	108,7	115,3	115,6	101,8	99,0
Chimica	123,8	117,0	117,2	115,6	110,9	105,1	107,1	103,1	94,1	94,5
Gomma	110,8	108,9	104,1	100,5	97,9	95,1	104,8	100,2	90,1	88,6
Meccanica	120,5	116,3	112,8	109,8	105,6	101,0	110,2	106,4	98,1	92,2
Fabb. app. elett.	108,7	106,5	100,5	101,4	96,2	95,3	101,7	97,2	90,8	84,3
Fabb. macchinari	103,1	99,0	97,5	96,6	89,0	86,4	90,6	88,3	85,4	79,7
Mobili	97,1	96,0	89,1	88,1	84,6	82,4	89,3	82,1	76,3	75,4
Costruzioni	102,3	98,2	97,2	90,5	84,7	79,8	78,6	71,8	72,0	68,7
Comm. ingrosso	106,5	102,9	102,4	99,2	96,8	94,1	97,4	92,7	86,3	84,5
Comm. dettaglio	32,1	32,3	31,7	31,2	28,7	27,3	27,3	25,9	25,0	24,4
Trasporto	96,2	94,2	90,8	90,0	88,3	84,0	88,6	86,7	81,0	81,0
Ristorazione	19,8	18,4	18,2	17,5	17,2	16,1	17,8	16,2	12,2	11,2

Tale dato è sicuramente positivo poiché suggerisce una riduzione del tempo necessario a incassare le fatture emesse. *Equilibrio finanziario.* L'aumento generalizzato dei prezzi delle materie prime registrato nel 2021-2022 ha causato un aumento ragguardevole dell'inflazione complessiva, che ha raggiunto nell'Eurozona il picco del 10,6% nell'ottobre 2022. Per fronteggiare il complessivo aumento dei prezzi, la Banca Centrale Europea ha dapprima ridotto l'acquisto di titoli di Stato sul mercato finanziario, per poi passare a un aumento aggressivo dei tassi d'interesse. A tal riguardo, il tasso di rifinanziamento principale è aumentato in poco più di un anno (da luglio 2022 a settembre 2023) di 4,5 punti percentuali, provocando un aumento repentino dei costi dei finanziamenti per imprese e famiglie. Per rendere visibile l'effetto della politica monetaria restrittiva in figura 4 si riporta l'andamento del tasso Euribor a 3 mesi (principale riferimento per i mutui a tasso variabile). Come si può notare l'indice è passato da valori negativi di aprile 2022 (-0,5%) a valori prossimi al 4% a fine 2023.

Figura 4

Andamento dell'indice Euribor a 3 mesi dal 2014 al 2023 (valori %)



Fonte: BLOOMBERG PROFESSIONAL SERVICE
Prezzo giornaliero dell'indice Euribor 3M (Ticker: Eur003m Index) dal 1° gennaio 2014 al 31 dicembre 2023.

Nella tavola 5 sono espote le medie rilevate sull'indice di copertura degli interessi passivi calcolato come rapporto tra Ebitda e Oneri finanziari. Questo indice cattura la capacità

Tavola 5

Copertura interessi passivi: Ebitda/Oneri finanziari

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Campione	7,7	9,2	11,4	13,5	14,7	14,7	15,9	18,5	17,7	11,5
Alimentare	7,6	9,2	11,9	12,5	13,8	14,0	14,2	17,9	14,3	8,2
Tessile	7,6	10,1	11,4	13,6	13,7	12,6	14,9	20,3	18,4	12,6
Pelli	6,2	7,8	10,3	13,8	14,5	14,7	15,1	17,1	13,2	9,0
Carta	8,6	10,3	11,9	14,0	15,0	14,9	16,8	17,9	18,6	10,7
Chimica	10,6	12,1	14,7	16,7	14,5	14,3	18,2	18,4	17,2	11,2
Gomma	9,6	11,7	15,2	19,6	18,7	18,0	20,8	20,8	17,9	12,3
Meccanica	8,9	11,3	14,6	17,9	19,1	17,2	19,6	23,7	22,7	14,1
Fabb. app. elett.	10,6	12,2	19,4	16,9	20,5	23,9	20,0	19,9	20,3	13,0
Fabb. macchinari	8,8	11,0	14,0	16,8	18,5	19,2	18,9	21,6	20,9	13,0
Mobili	6,4	7,4	9,8	11,7	15,4	15,3	15,0	17,7	16,0	9,1
Costruzioni	5,0	6,2	7,4	9,1	10,0	11,4	12,6	13,3	9,6	8,0
Comm. ingrosso	7,1	8,5	10,5	12,4	13,8	14,0	15,3	19,8	19,1	11,1
Comm. dettaglio	9,4	9,1	11,1	13,5	12,5	13,4	15,9	17,2	14,8	9,4
Trasporto	9,0	11,0	13,7	15,5	15,5	16,9	18,6	19,3	19,9	12,0
Ristorazione	8,1	8,9	10,7	12,9	13,8	13,5	10,7	14,2	15,0	9,8

delle imprese di remunerare i propri debiti finanziari attraverso i margini realizzati dalla gestione caratteristica corrente. I dati mostrano un calo generalizzato dell'indice di copertura nell'anno più recente, in corrispondenza dell'incremento dei tassi base come più sopra esposto. Non si rilevano scostamenti significativi tra i diversi settori del campione. Il confronto con l'andamento storico dell'indice testimonia, in ogni caso, una maggiore capacità delle imprese a coprire il costo del debito rispetto a quanto avvenuto lungo il triennio 2014-2016. Non emergono, pertanto, particolari segnali di allerta in tal senso.

4. Conclusioni

Negli ultimi anni, il riapparire delle tensioni inflazionistiche dopo un lungo periodo in cui si era potuto beneficiare di una generalizzata stabilità dei prezzi ha fatto chiaramente emergere la rilevanza che il rischio commodity può ricoprire, sotto il profilo strategico-gestionale, per le imprese industriali e commerciali. In particolare, l'ampia volatilità

registrata dai prezzi dei combustibili fossili, in primis petrolio e gas, nel biennio 2021-2022 ha spinto in modo inatteso al rialzo i costi di produzione delle aziende italiane, le quali sono state comunque in grado di preservare una più che soddisfacente redditività della propria gestione caratteristica, dimostrando pertanto di essere in grado di utilizzare in modo adeguato la leva del mark-up¹⁰. Di questo trend positivo della profittabilità, proseguito anche nell'anno 2023 quando i costi dell'energia si sono stabilizzati, hanno beneficiato indirettamente anche i finanziatori delle stesse imprese, in primis le banche: infatti, nonostante gli incrementi dell'onerosità dei prestiti a seguito dei rialzi dei tassi di interesse dell'Eurosistema avvenuti tra il luglio 2022 e il settembre 2023 e la generalizzata tendenza delle aziende italiane a finanziarsi a tasso variabile, i tassi di deterioramento dei crediti alle imprese si sono mantenuti su livelli contenuti e non preoccupanti.

In prospettiva, si ritiene che la tematica qui esaminata potrà continuare a essere rilevante per le imprese del nostro Paese: ciò tenuto anche conto che a livello europeo la transizione

¹⁰ A livello generale, si rileva che negli anni 2021 e 2022 le imprese non finanziarie italiane sono state capaci di conseguire una crescita notevole dei loro valori aggiunti, in virtù per lo più dei maggiori volumi di vendita che hanno realizzato piuttosto che di un mutamento dei mark-up applicati ai clienti finali (Banca d'Italia, 2024). Con riferimento al campione di Pmi qui analizzato, è invece emerso dalla lettura degli Ebitda margin che esse hanno incrementato i livelli di mark-up nel biennio in parola.

energetica sarà graduale (Draghi, 2024). Ad oggi, la dipendenza dai combustibili fossili appare ancora molto significativa, con i processi orientati verso la produzione di energia da fonti rinnovabili che stanno subendo rallentamenti, oltre a non trovare sempre unanime condivisione e sostegno. In aggiunta va sottolineata la vulnerabilità che i prezzi delle commodities energetiche presentano rispetto ai rischi geopolitici esistenti attualmente a livello mondiale. In un contesto del genere, l'evoluzione dei prezzi di petrolio e gas naturale dovrà quindi essere ancora oggetto di stretto monitoraggio, potendosi teoricamente replicare anche nel prossimo futuro fenomeni improvvisi di rialzo delle quotazioni, che si ribalterebbero sui costi di produzione delle numerose aziende ancora da ritenersi «oil and gas dependent». Si è dell'avviso che il rischio di prezzo delle materie prime vada gestito in stretto collegamento con gli altri rischi aziendali, in primis il rischio di tasso di interesse, adottando quindi una visione organica e unitaria che valuti complessivamente gli effetti prodotti sugli equilibri gestionali delle imprese dalle diverse manifestazioni concrete dei singoli rischi. Si pensi in proposito, a solo titolo di esempio, alle diverse conseguenze che un aumento dei costi di produzione che avviene in parallelo al rialzo dei tassi finisce per produrre sulla sostenibilità del debito aziendale, a seconda che quest'ultimo sia a tasso fisso oppure a tasso variabile: se i maggiori costi per realizzare i prodotti causassero un calo del reddito della gestione caratteristica, il rischio di default sarebbe ovviamente maggiore qualora i finanziamenti risultassero indicizzati, in ragione del contemporaneo incremento degli interessi passivi che si verificherebbe. Conclusivamente, si vuole sottolineare che le imprese, prescindendo dalla loro dimensione, dovrebbero considerare la gestione del rischio commodity come un elemento strutturale nell'ambito dei loro processi aziendali. Una pianificazione accurata – ricorrendo ad analisi di sensibilità sui

costi di produzione che tengano conto delle possibili oscillazioni dei prezzi dei beni energetici anche in worst-case scenario – appare opportuna al fine di poter meglio prevedere quali azioni intraprendere per arginare possibili incrementi degli oneri per la realizzazione dei prodotti e valutare più rigorosamente la convenienza di ricorrere a strumenti derivati che blocchino i prezzi delle forniture ed evitino di conseguenza l'esposizione alle loro fluttuazioni.

Bibliografia

- Banca d'Italia** (2024), *Relazione annuale anno 2023*, 31 maggio, pp. 94-95, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/rel_2023.pdf.
- Baumeister C., Kilian L.** (2016), «Forty Years of Oil Price Fluctuations: Why the Price of Oil May Still Surprise Us», in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 30, no. 1, winter, pp. 139-160.
- Colonna F., Torrini R., Viviano E.** (2023), *The Profit Share and Firm Mark Up: How to Interpret Them?*, *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers*, may, n. 70, pp. 1-15, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2023-0770/QEF_770_23.pdf?language_id=1.
- Cpa Australia** (2012), *Guide to Managing Commodity Risk*, october, p. 3, <https://www.cpaaustralia.com.au/-/media/project/cpa/corporate/documents/tools-and-resources/business-management/managing-commodity-risk.pdf?rev=aecadebf656843cb8e2e4482208fdb3c>.
- Draghi M.** (2024), *The Future of European Competitiveness. Part A | A Competitiveness Strategy for Europe*, september, p. 10, https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en.
- Intesa Sanpaolo** (2023), *Affrontare l'alta volatilità dei prezzi delle materie prime*, 17 marzo, <https://imi.intesasanpaolo.com/it/insights/focus/affrontare-l-alta-volatilita-dei-prezzi-delle-materie-prime/>.
- Istat** (2024), *Rapporto annuale 2024. La situazione del paese*, 15 maggio, p. 27, <https://www.istat.it/wp-content/uploads/2024/05/Rapporto-Annuale-2024.pdf>.
- Kelly S.** (2020a), *Oil Plunges 25%, Hit by Erupting Saudi-Russia Oil Price War*, 9 march, <https://www.reuters.com/article/us-global-oil-idUSKBN20V1311>.
- (2020b), *Oil Price Crashes into Negative Territory for the First Time in History Amid Pandemic*, 20 april, <https://www.reuters.com/article/us-global-oil-idUSKBN2210V9/>.
- Panetta F.** (2024), *Sviluppi economici e politica monetaria nell'Area dell'euro, Intervento del Governatore della Banca d'Italia al 30° Congresso Assiom Forex*, 10 febbraio, p. 16, nota 30, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2024/Panetta-Forex-10.02.2024.pdf>.