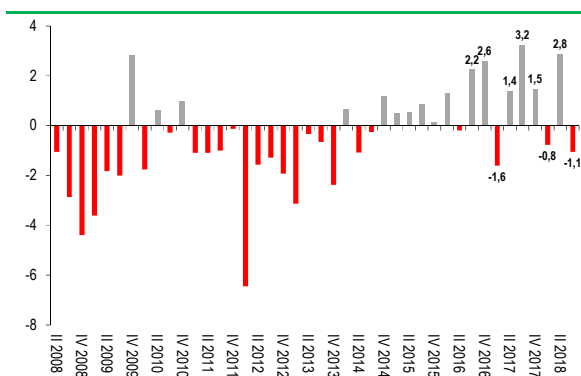


Andamento degli investimenti in Italia

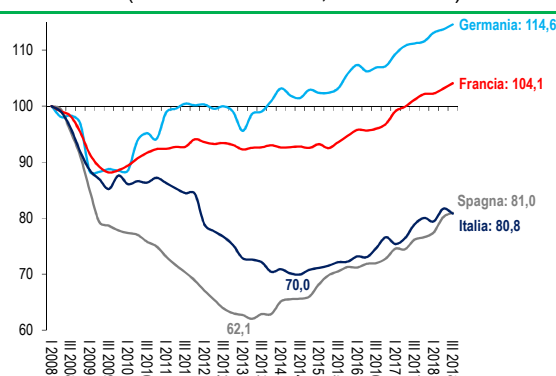
(valori concatenati; var. % t/t)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Gli investimenti nelle principali economie dell'area euro

(valori concatenati; I 2008=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

La ripresa italiana si è fermata. Nel III 2018, il Pil si è ridotto dello 0,1%, riflettendo l'**inattesa contrazione degli investimenti**, scesi dell'1,1%. Rispetto all'inizio del 2008, gli investimenti presentano un ritardo pari a circa il 20%. L'Italia soffre una propensione ad investire più bassa di quella delle altre principali economie europee.

Sono molte le determinanti che spiegano il contenuto livello degli investimenti. **Gli investimenti pubblici sono scesi dai 54 miliardi di euro del 2009 a 34**, con un taglio che interessa tutte le tipologie di beni. La spesa per le opere stradali è stata ridotta di quasi il 30% in termini reali e quella nelle altre opere del genio civile di oltre il 60%. **Gli investimenti delle imprese continuano ad essere frenati dall'incertezza**, portando ad accrescere le riserve di liquidità, con i depositi che hanno raggiunto i 360 miliardi di euro. Rileva, inoltre, **la difficoltà strutturale dell'Italia nell'attrarre capitali dall'estero**.

La deludente dinamica degli investimenti ha risvolti per l'economia. Il valore dello stock di capitale investito in Italia è pari a 6,6 volte il valore aggiunto. Nel 2017, è stato necessario investire 6,6 euro di capitale per ottenere un euro di valore aggiunto, mentre negli anni Novanta ne bastavano 5. **Il sistema produttivo italiano sembra essere divenuto meno capace di creare ricchezza.** Il FMI prevede nel lungo periodo per l'economia italiana una crescita di poco superiore al mezzo punto percentuale. Negli ultimi quarant'anni, livelli più bassi sono stati realizzati solo nei periodi caratterizzati da particolari criticità.

n. 43 14 dicembre 2018



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Italia: un'economia frenata dalla carenza di investimenti

P. Ciocca  paolo.ciocca@bnlmail.com

Durante l'estate, la ripresa dell'economia italiana si è fermata. Nel III 2018, il Pil è sceso dello 0,1%, portando la crescita annuale allo 0,7%, meno della metà dell'1,7% raggiunto nel 2017. La caduta dell'attività produttiva riflette la flessione della domanda interna, risultato dell'inattesa contrazione degli investimenti, scesi dell'1,1%, con la dinamica annuale passata dal 7% al 2,5%.

Il ritardo italiano in termini di Pil superiore ai 5 punti percentuali rispetto all'inizio del 2008 trova spiegazione nel mancato recupero degli investimenti, che, dopo aver perso il 30% durante le due recessioni, risultano ancora il 20% più bassi dei livelli precedenti la crisi. La propensione ad investire dell'economia italiana, nonostante il recupero degli ultimi anni, risulta più bassa di quella delle altre principali economie europee.

Sono molte le determinanti che aiutano a spiegare il contenuto livello degli investimenti in Italia. Pesano le scelte delle amministrazioni pubbliche, le incertezze delle imprese e la persistente criticità nell'attrarre capitali dall'estero.

Tra il 2009 e il 2017, gli investimenti pubblici sono scesi da 54 a 34 miliardi di euro, assorbendo solo il 4% del totale della spesa pubblica. Il taglio ha interessato tutte le tipologie di beni. Al netto della variazione dei prezzi, gli investimenti nelle opere stradali sono stati ridotti di quasi il 30% e quelli nelle altre opere del genio civile di oltre il 60%.

Gli investimenti delle imprese continuano ad essere frenati dall'incertezza. La propensione ad investire delle società non finanziarie rimane lontana dai valori precedenti la crisi. Le preoccupazioni per il futuro e la difficoltà nel comprendere lo scenario portano le imprese ad accrescere le riserve di liquidità, con i depositi che a giugno 2018 hanno raggiunto i 360 miliardi di euro.

Dallo scoppio della crisi, l'Italia è riuscita ad attrarre in media ogni anno solo l'1% degli investimenti esteri effettuati a livello mondo, la metà di quanto realizzato in Spagna, Francia e Germania. Il valore dello stock degli investimenti esteri in Italia si è avvicinato ai 460 miliardi di euro, mentre quelli italiani all'estero hanno superato i 570 miliardi.

La deludente dinamica degli investimenti ha profondi risvolti per l'economia. Il valore dello stock di capitale investito in Italia è pari a circa 10.200 miliardi di euro, 6,6 volte il valore aggiunto prodotto. Nel 2017, è stato, dunque, necessario investire 6,6 euro di capitale per ottenere un euro di valore aggiunto, mentre alla metà degli anni Novanta ne bastavano 5.

Il Fondo Monetario Internazionale prevede nel lungo periodo una crescita dell'economia italiana stabile poco sopra il mezzo punto percentuale. Negli ultimi quarant'anni, livelli più bassi di sviluppo sono stati realizzati solo nei periodi caratterizzati da particolari criticità. Il sistema produttivo italiano sembra, dunque, essere divenuto meno capace di creare ricchezza.

III 2018: scendono gli investimenti, si ferma la ripresa italiana

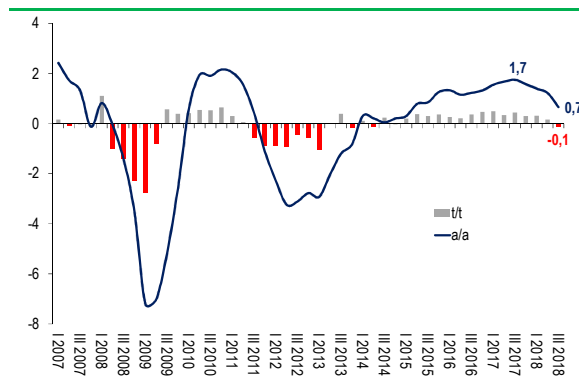
Durante l'estate, la ripresa dell'economia italiana si è fermata. Iniziata nella seconda metà del 2013, aveva consentito di recuperare 4,6 dei 9,6 punti percentuali persi in precedenza, risultando molto più lenta di quella sperimentata dalla Spagna, paese che aveva sofferto una caduta del prodotto simile a quella italiana. Nel III 2018, in Italia, il

Pil è sceso dello 0,1% rispetto ai tre mesi precedenti, portando la crescita annuale allo 0,7%, meno della metà dell'1,7% raggiunto nel 2017.

Il rallentamento della fase di sviluppo non rappresenta una peculiarità italiana, ma interessa tutte le principali economie europee. La Spagna, grazie ad una crescita trimestrale superiore al mezzo punto percentuale, soffre meno degli altri (dal +3,1% del IV 2017 al +2,5%). In Francia, la crescita annuale si è, invece, dimezzata, dal 2,8% all'1,4%, mentre la Germania è l'unica tra le altre grandi economie europee ad aver sofferto come l'Italia una flessione del prodotto nel III trimestre (-0,2%), con il ritmo annuale passato dal 2,8% all'1,2%.

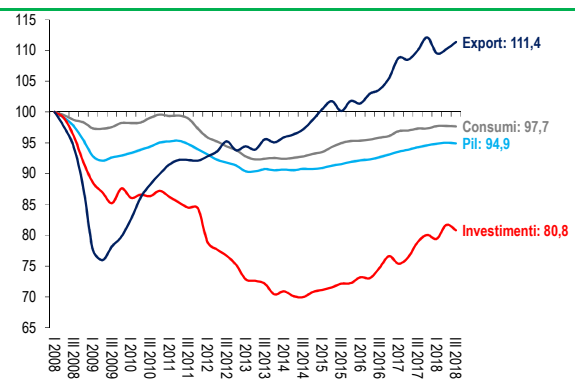
La crescita economica in Italia

(Pil; valori concatenati)



Le componenti della crescita economica in Italia

(valori concatenati; I 2008=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

La contrazione estiva allontana nuovamente il ritorno dell'economia italiana ai livelli di prodotto raggiunti prima della crisi. Rispetto all'inizio del 2008, mancano nuovamente più di 5 punti percentuali di Pil a prezzi costanti, mentre le altre principali economie europee hanno da tempo recuperato, con un guadagno del 4% per la Spagna, di quasi il 9% per la Francia e di oltre il 12% per la Germania.

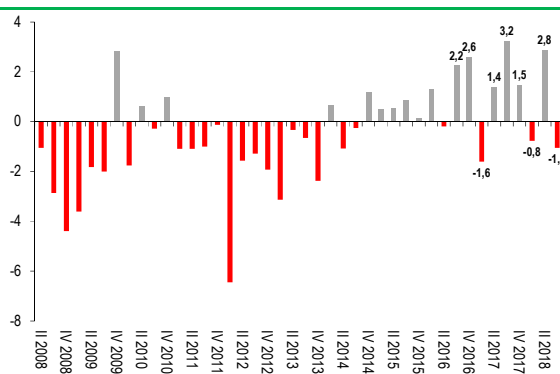
Guardando quanto accaduto durante l'estate in Italia, emergono novità interessanti sul fronte delle componenti. Da mesi, i dati della bilancia commerciale segnalavano un rallentamento delle esportazioni, mentre le importazioni proseguivano a crescere su ritmi sostenuti. Nei primi nove mesi del 2018, le vendite all'estero in valore sono aumentate in media ogni trimestre dello 0,3%, mentre nel 2017 crescevano di quasi il 2%. Un rallentamento che interessa tutto il mondo, sebbene risulti più intenso al di fuori dell'Unione europea. Al netto delle variazioni dei prezzi, il contributo della domanda estera alla crescita economica è, però, risultato positivo: nel III trimestre, le esportazioni nette hanno aggiunto 0,1 punti percentuali all'aumento del Pil, come risultato di una crescita delle quantità esportate dell'1,1% e di quelle importate dello 0,8%. Un andamento che compensa, però, solo in piccola parte quanto accaduto nella prima metà dell'anno, quando le esportazioni nette avevano sottratto circa mezzo punto percentuale alla crescita.

La caduta dell'attività produttiva riflette, quindi, la brusca flessione della domanda interna. Le famiglie hanno ridotto i consumi, tagliati dello 0,1%, con la crescita annuale scesa sotto il mezzo punto percentuale dopo aver superato il 2% negli anni passati. Nonostante la moderata ripresa del potere d'acquisto, gli italiani sembra stiano

cercando di ricostituire una base sufficiente di risparmio, dopo averlo ridotto per cercare di contrastare il peggioramento delle condizioni di vita provocato dalla crisi. Il taglio interessa quasi tutti i capitoli di spesa. Soffrono meno i servizi, mentre gli acquisti di beni non durevoli sono stati ridotti di quasi l'1% nell'ultimo anno e mezzo e negli ultimi tre mesi sono scesi anche quelli di beni durevoli, come le automobili, che avevano rappresentato uno dei maggiori fattori di stimolo per la crescita italiana.

Andamento degli investimenti in Italia

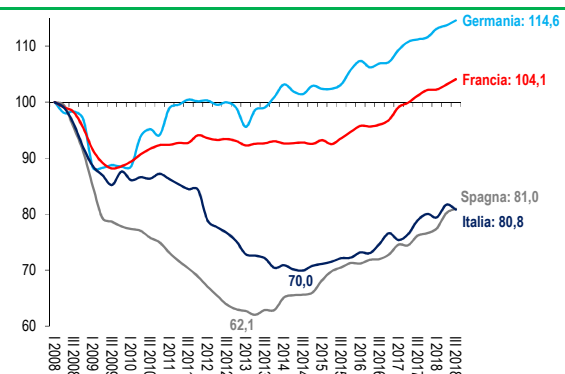
(valori concatenati; var. % t/t)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Gli investimenti nelle principali economie dell'area euro

(valori concatenati; I 2008=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Oltre la moderata flessione dei consumi, l'economia italiana ha, però, sofferto anche la brusca e inattesa contrazione degli investimenti. Negli ultimi anni, questa componente aveva sempre avuto un andamento regolare, caratterizzato da un'accelerazione nella seconda parte dell'anno, risultato dell'incertezza sul rinnovo degli incentivi fiscali, che portava le imprese ad anticipare parte delle spese altrimenti programmate per l'anno successivo, seguita da una conseguente flessione nel primo trimestre. Nel 2018, la contrazione prossima all'1% dei primi 3 mesi era stata seguita da un aumento vicino al 3%, che aveva lasciato presagire il proseguimento dei trend sperimentati in precedenza. Tra luglio e settembre, gli investimenti sono, invece, scesi dell'1,1%. In soli tre mesi, la crescita annuale è passata da quasi il 7% al 2,5%.

Il ritardo italiano in termini di Pil superiore ai 5 punti percentuali rispetto all'inizio del 2008 trova spiegazione proprio nel mancato recupero degli investimenti, che, dopo aver perso il 30% durante le due recessioni, risultano ancora il 20% più bassi dei livelli precedenti la crisi. Il ritardo dei consumi si riduce, invece, intorno ai 2 punti, mentre le esportazioni registrano un guadagno superiore al 10%.

La differente dinamica delle singole componenti aiuta anche a capire il più ampio recupero delle altre principali economie dell'area euro. In Spagna, gli investimenti avevano sofferto durante la recessione più di quanto accaduto in Italia, con un calo prossimo al 40%. Negli ultimi cinque anni, l'aumento complessivo ha, però, superato il 30%, circa il doppio del dato italiano, consentendo il recupero di circa la metà di quanto perso. La rapida ripresa spagnola ha, però, beneficiato anche del sostegno della spesa pubblica, che presenta un incremento prossimo all'8% nel confronto con l'inizio del 2008, a fronte di un ritardo vicino al 3% registrato in Italia, oltre che dell'accelerazione delle esportazioni, cresciute più del 30% rispetto al periodo precedente la crisi, quasi tre volte l'aumento italiano.

La ripresa francese ha, invece, tratto giovamento in particolare dal sostegno fornito dalla domanda interna, che si è andato ad aggiungere alla positiva dinamica delle esportazioni. La spesa pubblica ha raggiunto livelli superiori di oltre il 15% di quelli registrati all'inizio del 2008, mentre il guadagno dei consumi si ferma poco sotto il 10% e quello degli investimenti si avvicina al 5%. In Germania, il Pil ha tratto beneficio dal supporto di tutte le componenti. Consumi e investimenti registrano una crescita compresa tra il 10 e il 15% rispetto al periodo precedente la crisi, mentre l'aumento della spesa pubblica supera il 20% e quello delle esportazioni il 30%.

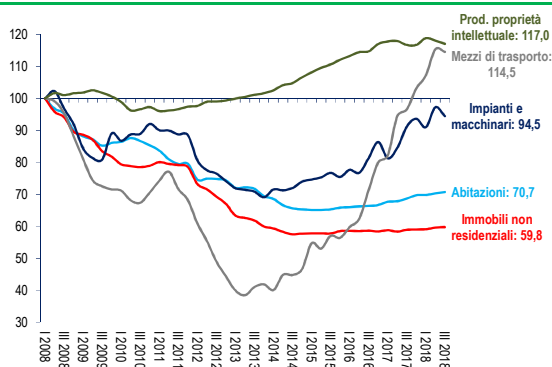
Scendono gli investimenti: una criticità diffusa a tutta l'economia italiana

In Italia, l'inattesa flessione degli investimenti si è sviluppata in maniera differente tra le diverse tipologie di beni. La caduta registrata nel III trimestre 2018 trova, infatti, spiegazione in quanto accaduto alla spesa per impianti e macchinari, mentre le costruzioni hanno proseguito la fase di moderata ripresa.

Durante la recessione, quest'ultimo comparto aveva sperimentato una caduta dell'attività più lunga e più ampia di quella che aveva interessato l'economia nel suo complesso, arrivando nel 2015 a perdere quasi 40 punti percentuali rispetto all'inizio del 2008. La flessione era risultata particolarmente intensa nel comparto degli immobili non residenziali, che comprende oltre ai capannoni aziendali anche tutto l'insieme delle infrastrutture. Negli ultimi tre anni, gli investimenti in costruzioni hanno, invece, beneficiato di una continua, sebbene estremamente moderata, fase di ripresa, che ha portato a recuperare, però, solo poco meno di 4 punti. La crescita, proseguita anche nel III 2018, ha interessato prevalentemente le abitazioni, che presentano un ritardo rispetto all'inizio del 2008 vicino al 30%, mentre gli immobili non residenziali risultano ancora oltre 40 punti sotto i livelli precedenti la crisi.

Gli investimenti in Italia per tipologia di bene

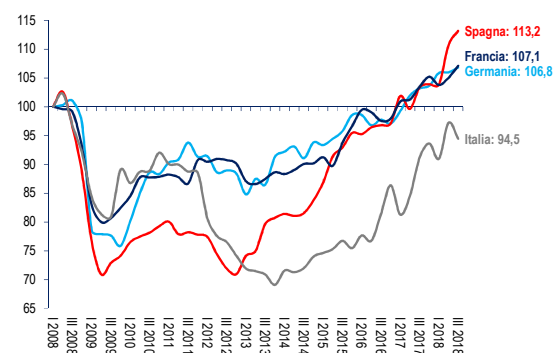
(valori concatenati; numero indice; I 2008=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Gli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto nelle principali economie dell'area euro

(valori concatenati; numero indice; I 2008=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Gli investimenti in impianti e macchinari avevano, invece, toccato il punto di minimo durante la recessione alla fine del 2013, con una flessione complessiva di poco superiore al 30%. Nei successivi quattro anni e mezzo, la ripresa era risultata particolarmente intensa, arrivando a recuperare alla metà di quest'anno quasi interamente quanto era stato perso, con un aumento superiore al 40%. Una dinamica

che aveva beneficiato degli incentivi fiscali, sperimentando un andamento simile a quello degli investimenti nel loro complesso, con un'accelerazione nella seconda parte dell'anno, seguita da una conseguente flessione nel I trimestre. Significativa era risultata la crescita della spesa in mezzi di trasporto. Dopo essersi ridotti di oltre il 60% tra il I 2008 e il II 2013, gli investimenti erano quasi triplicati nei cinque anni successivi, arrivando a registrare un aumento di poco più del 15% rispetto ai livelli precedenti la crisi. Il III trimestre 2018 ha visto, però, una flessione vicina al 3% degli investimenti in impianti e macchinari, con la componente dei mezzi di trasporto scesa dello 0,7%. In soli tre mesi, la crescita annuale è passata dal 15% al 3,6%.

La flessione degli investimenti risente anche del calo della spesa nei prodotti della proprietà intellettuale, come la ricerca e sviluppo e i brevetti. Questa voce aveva sperimentato durante la recessione solo una moderata flessione, arrivando a perdere 4 punti percentuali. La spesa aveva successivamente ripreso a crescere, con un guadagno prossimo al 20%. Nell'insieme degli ultimi due trimestri, la flessione ha, però, superato l'1,5%, penalizzando il dato complessivo.

I migliori risultati conseguiti dalle altre principali economie europee con riferimento alla dinamica degli investimenti riflettono quanto accaduto alle singole componenti. La Spagna, ha, ad esempio, tratto beneficio dalla crescita degli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto, arrivati ad accumulare un guadagno non lontano dal 15% rispetto al periodo precedente la crisi, oltre che dalla robusta dinamica che ha interessato la spesa nei prodotti della proprietà intellettuale. Quest'ultima componente spiega la gran parte dell'aumento degli investimenti francesi, influenzati anche dal positivo andamento di quelli in macchinari. La Germania presenta, invece, una particolarità: la crescita degli investimenti tedeschi è sia il risultato dell'aumento nella componente dei macchinari e mezzi di trasporto, che la conseguenza di un aumento della spesa in costruzioni, cresciuta del 15% rispetto all'inizio del 2008, grazie ad un aumento vicino al 30% nel comparto delle abitazioni.

La deludente dinamica registrata nel corso degli ultimi anni ha determinato un'ulteriore flessione della propensione ad investire dell'economia italiana, misurata dal rapporto tra investimenti e Pil. Nonostante il leggero recupero registrato negli ultimi anni, passando dal 16,7% toccato nel 2014 al 18,1% del III 2018, l'Italia rimane, infatti, circa 3 punti percentuali sotto la Spagna e la Germania e 5 sotto la Francia.

Sono molte le determinanti che aiutano a spiegare il contenuto livello degli investimenti in Italia. Pesano le scelte delle amministrazioni pubbliche, le incertezze delle imprese e la persistente criticità nell'attrarre capitali dall'estero.

Un drastico taglio agli investimenti pubblici italiani

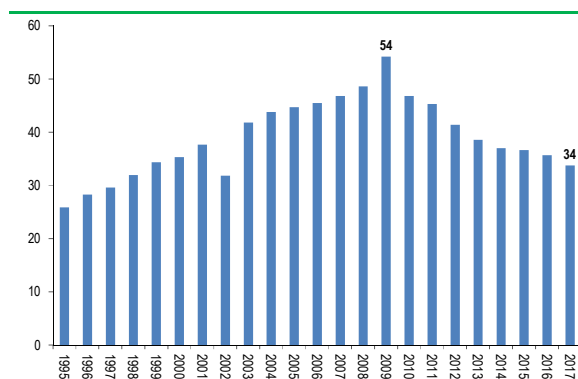
In Italia, l'esigenza di riequilibrare i conti pubblici ha portato ad un drastico taglio degli investimenti. Nei quindici anni precedenti la crisi, l'importo complessivo della spesa per investimenti delle amministrazioni pubbliche era quasi raddoppiato, passando dai 23 miliardi del 1995 ai 54 del 2009. Alla metà degli anni Novanta agli investimenti veniva assegnato il 5% del totale delle uscite pubbliche; nel 2009, eravamo saliti al 6,7%. Dallo scoppio della crisi, in otto anni, il valore della spesa è stato tagliato di quasi il 40%, arrivando sotto i 34 miliardi. La quota sul totale delle uscite è crollata al 4%. I dati relativi ai primi sei mesi del 2018 segnalano una sostanziale invarianza rispetto al valore deludente registrato nello stesso periodo del 2017.

Il taglio degli investimenti non rappresenta una peculiarità dei conti pubblici italiani. Prima della crisi, la Spagna destinava a questa voce di spesa più del 10% delle uscite pubbliche totali; nel 2017, si sono fermati poco sotto il 5%. In Francia, il taglio è

apparso meno ampio, scendendo dal 7,5% al 6%, mentre la Germania è rimasta stabile intorno al 5%. In Italia vengono spesi per investimenti pubblici circa 560 euro per ogni residente, 63 più della Spagna, ma 330 meno della Germania e 600 meno della Francia.

Gli investimenti pubblici in Italia

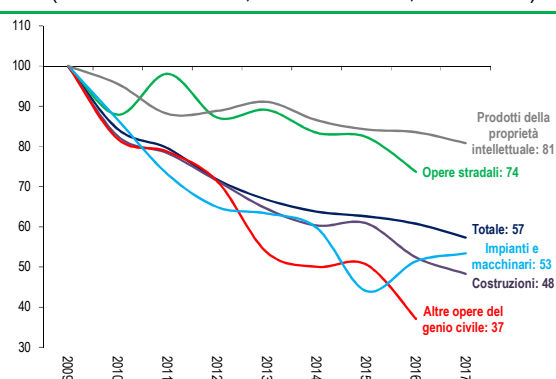
(valori correnti; miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Gli investimenti pubblici in Italia per tipologia di bene

(valori concatenati; numero indice; 2009=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

In Italia, il taglio degli investimenti pubblici ha interessato tutte le principali tipologie di bene, sebbene con intensità differente. Le costruzioni hanno sofferto più delle altre componenti, con un taglio del valore della spesa prossimo al 50%, scendendo da 31 a 16 miliardi di euro. Le uscite per le opere stradali sono state ridotte del 20%, mentre quelle relative alle altre opere del genio civile, come porti, ferrovie o interventi per la difesa del suolo, sono state ridotte di circa il 60%, passando da quasi 7 miliardi nel 2009 a poco più di 2,5 nel 2016. Il taglio della spesa per gli impianti e macchinari ha superato il 40%, nonostante il recupero degli ultimi due anni, mentre quello per i prodotti della proprietà intellettuale si è fermato sotto il 15%.

La riduzione degli investimenti pubblici appare ancora più evidente se dal valore della spesa si passa alla quantità. Al netto della variazione dei prezzi, gli investimenti pubblici sono scesi in otto anni di oltre il 40%, crollando sul livello più basso degli ultimi diciotto anni. Gli investimenti nelle opere stradali sono stati tagliati di quasi il 30%, mentre quelli nelle altre opere del genio civile di oltre il 60%.

L'incertezza frena gli investimenti privati

Nonostante la ripresa che ha caratterizzato l'ultimo periodo, gli investimenti delle imprese continuano ad essere frenati dall'incertezza.

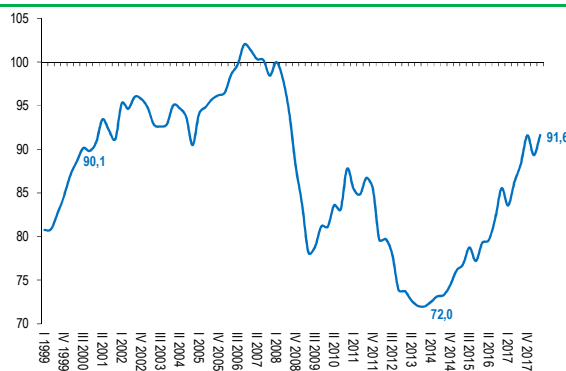
Durante la recessione, gli investimenti delle società non finanziarie italiane avevano toccato il punto di minimo nel IV trimestre 2013, con un calo complessivo del 28% in termini reali rispetto all'inizio del 2008. Nei successivi quattro anni e mezzo, sono stati recuperati quasi 20 punti percentuali, rimanendo al II 2018 poco meno di 8,5 punti sotto il livello precedente la crisi.

La ripresa degli investimenti delle imprese ha beneficiato del miglioramento delle condizioni economiche. Il valore aggiunto delle società non finanziarie era passato da 189 miliardi di euro nel I 2008 a 175 nel I 2013. Successivamente, la crescita complessiva è risultata pari in valore al 16%, superando i 202 miliardi nella prima metà

di quest'anno. La ripresa dei volumi produttivi non si è, però, accompagnata ad un significativo progresso della redditività. La quota di profitto è, infatti, passata dal minimo del 40,8% toccato all'inizio del 2013 al 43,5% della fine del 2016, per poi perdere nuovamente qualcosa, scendendo al 42,2% nel II 2018 e rimanendo circa 8 punti percentuali sotto i valori raggiunti all'inizio degli anni Novanta.

Investimenti delle società non finanziarie italiane

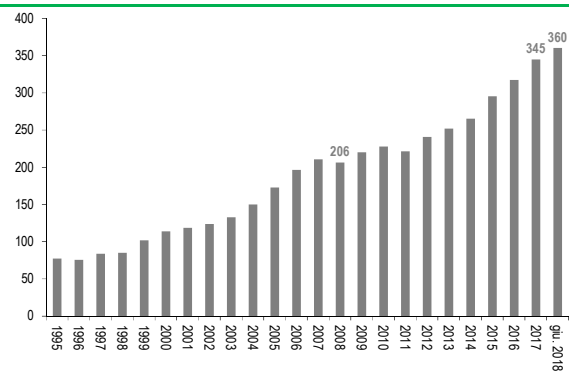
(valori concatenati; I 2008=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

I depositi delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Tutto questo, oltre l'incertezza che continua a caratterizzare lo scenario, ha portato le imprese a comportamenti orientati alla prudenza. Il recupero degli investimenti è, infatti, risultato meno rapido di quello del valore aggiunto. Dopo essere scesi in valore da 43 a 34 miliardi, gli investimenti delle società non finanziarie hanno recuperato interamente, arrivando nel II 2018 a registrare un guadagno rispetto al I 2008 pari a solo il 2,5%, a fronte di un aumento del valore aggiunto superiore al 7%. La propensione ad investire delle società non finanziarie, misurata dal rapporto tra investimenti e valore aggiunto, è, quindi, aumentata dal 19,2% dell'inizio del 2014 al 21,9% del II 2018, 2 punti percentuali sotto i livelli raggiunti prima della crisi.

Questi comportamenti trovano conferma nel peggioramento registrato nel corso dell'ultimo anno nel clima di fiducia delle imprese misurato dall'Istat. Il mancato recupero degli investimenti delle imprese appare, dunque, più il risultato dell'incertezza sul futuro che la conseguenza della mancanza di disponibilità liquide da impiegare. Le società non finanziarie continuano, infatti, ad accumulare riserve di liquidità, sottraendo risorse agli investimenti produttivi. A giugno 2018, il valore dei depositi ha raggiunto i 360 miliardi di euro, 15 in più della fine del 2017. Dall'inizio della crisi, l'aumento dei depositi supera i 150 miliardi.

Pochi investimenti diretti esteri, una criticità che viene da lontano

La carenza di investimenti in Italia riflette anche quanto accade a quelli provenienti dall'estero. Da sempre, il Paese presenta una strutturale difficoltà nell'attrarre capitali. La crisi ha accentuato questa criticità, mentre l'esigenza di accrescere il grado di internazionalizzazione ha portato le imprese italiane a proseguire nella realizzazione di investimenti all'estero, generando uno squilibrio tra i capitali in uscita e quelli in entrata.

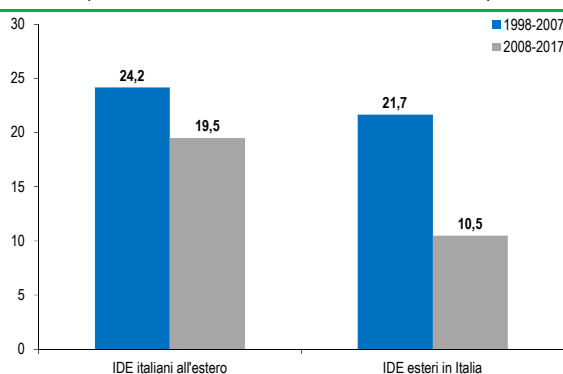
Tra il 1998 e il 2007, l'Italia attraeva ogni anno in media 22 miliardi di euro di investimenti dall'estero. Dal 2008, il valore si è più che dimezzato, scendendo sotto gli

11. Al contrario, la recessione non ha prodotto effetti rilevanti sugli investimenti all'estero degli italiani, quelle operazioni finalizzate ad acquisire una responsabilità gestionale o un legame durevole con un'impresa estera, sia che si tratti di un'azienda già esistente sia che si proceda alla creazione di una nuova realtà imprenditoriale: da 24 miliardi medi annui registrati tra il 1998 e il 2007 si è passati a 20. Queste tendenze si sono addirittura accentuate nei primi nove mesi del 2018: gli investimenti esteri in entrata si sono leggermente ridotti, stabilizzandosi poco sopra gli 11 miliardi, mentre quelli italiani all'estero sono aumentati da 10,5 a 15 miliardi.

Tra il 1998 e il 2007, sono arrivati in Italia complessivamente oltre 215 miliardi sotto forma di investimenti diretti; nei dieci anni successivi lo scoppio della recessione siamo scesi a 105. Gli investimenti all'estero degli italiani sono, invece, passati da 240 a 195 miliardi. Si è accresciuta in questo modo la distanza tra il valore complessivo dello stock di capitale investito all'estero dagli italiani e quello degli stranieri in Italia. Fino allo scoppio della crisi i due valori si muovevano parallelamente; successivamente, hanno iniziato a seguire percorsi differenti. A giugno 2018, il valore del capitale investito all'estero dagli italiani ha superato i 570 miliardi, 115 in più di quello relativo agli investimenti esteri in Italia.

Gli investimenti esteri in Italia e quelli italiani all'estero

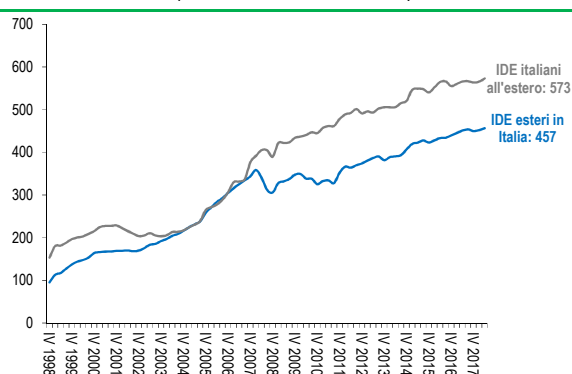
(flussi; miliardi di euro; media annuale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Gli investimenti esteri in Italia e quelli italiani all'estero

(stock; miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Le difficoltà italiane nell'attrarre capitali dall'estero appaiono evidenti nel confronto internazionale. Dallo scoppio della crisi, l'Italia è riuscita ad attrarre in media ogni anno solo l'1% degli investimenti esteri complessivamente effettuati a livello mondo, la metà di quanto realizzato in Francia, Germania e Spagna e circa un quarto del dato relativo al Regno Unito. Tra il 2008 e il 2017, in Italia sono entrati in media ogni anno 267 dollari per ogni residente sotto forma di investimenti diretti, meno dei 368 della Germania, dei 450 della Francia, dei 650 della Spagna e degli oltre 1.000 del Regno Unito. Le differenze in termini di flussi annuali determinano, ovviamente, ampie distanze tra gli stock: il 21% in termini di Pil italiano si confronta con il 25% tedesco, il 33% francese, il 49% spagnolo e il 60% del Regno Unito.

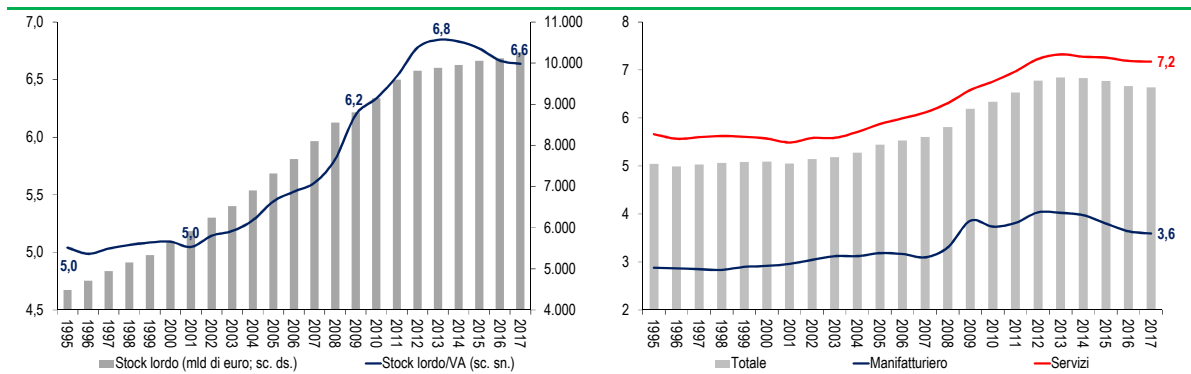
Italia: un capitale produttivo meno capace di creare ricchezza

La deludente dinamica degli investimenti ha risvolti profondi per l'economia italiana. Per comprenderli, occorre passare dall'analisi dei flussi annuali di spesa all'esame

dell'evoluzione nel tempo del capitale complessivamente investito nel sistema produttivo. Quello che conta non è, infatti, solo quanto viene speso ogni anno per nuovi investimenti, ma, soprattutto, rileva capire se i nuovi investimenti sono sufficienti a compensare il deperimento del capitale esistente, misurato dall'ammortamento. In condizioni normali, i nuovi investimenti dovrebbero compensare il deperimento ed aggiungere nuova capacità produttiva al sistema economico.

Italia: stock di capitale e valore aggiunto **Italia: stock di capitale e valore aggiunto per settore**

(stock lordo/valore aggiunto)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Nel 2017, il valore dello stock di capitale investito nell'economia italiana, valutato al costo di sostituzione e al lordo dell'ammortamento ha superato i 10.200 miliardi di euro, pari a 6,6 volte il valore aggiunto prodotto. È stato, dunque, necessario investire 6,6 euro di capitale per ottenere un euro di valore aggiunto. Il confronto storico evidenzia il peggioramento delle condizioni generali dell'economia. Nonostante il leggero miglioramento rispetto al 6,8 raggiunto nel 2015, si rimane, infatti, molto lontani dai livelli del periodo precedente la crisi. Tra la metà degli anni Novanta e l'inizio degli anni Duemila, per ottenere un euro di valore aggiunto erano, infatti, sufficienti 5 euro di capitale investito.

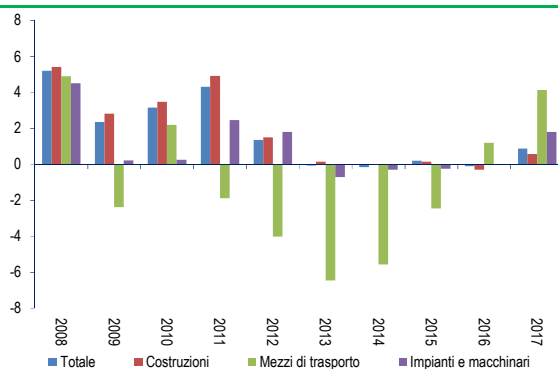
Il sistema produttivo italiano sembra, dunque, essere divenuto meno capace di creare ricchezza. Un processo spiegato dal profondo cambiamento che ha interessato la composizione del capitale investito, con riferimento sia alla tipologia di bene che al settore merceologico di appartenenza.

La deludente dinamica del flusso di nuovi investimenti svolge, ovviamente, un ruolo centrale nello spiegare quanto accaduto al capitale investito. Come detto in precedenza, quello che conta è il confronto tra i nuovi investimenti e il deperimento del capitale esistente. Bisogna, dunque, analizzare l'evoluzione del capitale netto, dato dal valore lordo al netto dell'ammortamento. La crescita di questo aggregato ha subito un brusco rallentamento: da quasi il 5% medio annuo registrato tra il 1998 e il 2007 si è passati a meno del 2% tra il 2008 e il 2017, registrando nel 2013, 2014 e 2016 valori addirittura negativi, rappresentativi di una situazione nella quale i nuovi investimenti non sono stati sufficienti neanche a compensare il deperimento del capitale esistente. Questo peggioramento si è sviluppato in maniera differenziata tra le diverse tipologie di bene, risultando più intenso per il comparto dei macchinari, che ha visto il tasso di crescita del capitale netto passare dal 4,4%, del periodo 1998-2007, allo 0,6%, degli ultimi dieci anni, penalizzato dalla crescita media annua negativa (-1%) che ha

interessato i mezzi di trasporto. Tutto questo ha portato ad un cambiamento nel peso che ciascuna tipologia di bene ha nello spiegare la composizione complessiva del capitale investito nell'economia italiana, segnalando una combinazione meno capace di generare ricchezza. È aumentato il peso delle abitazioni, arrivate ad assorbire più del 45% del totale del capitale, mentre quello dei fabbricati non residenziali è rimasto stabile sotto il 40%. La quota degli impianti e macchinari si è ridotta, scendendo sotto il 14%. I mezzi di trasporto, nonostante la sensibile crescita degli investimenti registrata nel corso degli ultimi anni, assorbono solo il 2,5% del capitale complessivo, un punto percentuale in meno del periodo precedente la crisi.

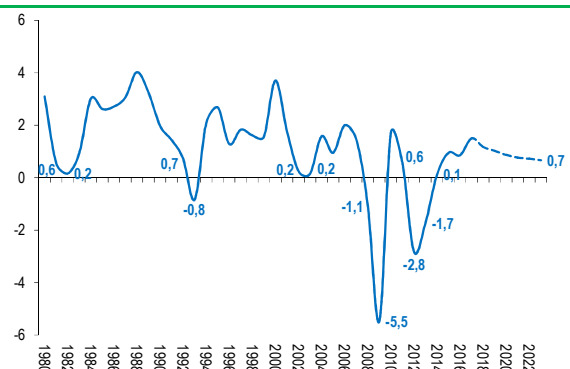
Italia: stock di capitale per tipologia di bene

(valore netto; var. %)



La crescita economica in Italia

(Pil; valori concatenati; var. %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Fmi

La minore capacità di generare ricchezza del sistema produttivo italiano trova spiegazione anche nella ricomposizione settoriale dell'economia, con uno spostamento dal manifatturiero ai servizi. Alla metà degli anni Novanta, l'industria manifatturiera assorbiva il 12% del capitale complessivamente investito, mentre il peso dei servizi superava il 75%. Nel 2017, la quota del manifatturiero è scesa al 9%, mentre quella dei servizi si è avvicinata all'80%. Tutto questo ha portato con sé in maniera automatica un calo della produttività dell'intero sistema produttivo. Nel manifatturiero sono, infatti, sufficienti 3,6 euro di capitale per ottenere un euro di valore aggiunto, la metà di quanti ne sono necessari nei servizi. Negli ultimi venti anni, il peggioramento della capacità del sistema produttivo ha interessato entrambi i settori. Alla metà degli anni Novanta, bastavano, infatti, 3 euro nel manifatturiero e 5,7 nei servizi per ottenere un euro di valore aggiunto.

Leggendo questi numeri, non sorprendono le previsioni di lungo termine del Fondo monetario internazionale: il Pil, dopo un aumento intorno all'1% stimato per quest'anno, è atteso crescere poco sopra lo 0,5% nel 2023. Negli ultimi quarant'anni, livelli di crescita peggiori sono stati realizzati solo durante periodi di particolare criticità, come, ad esempio, la crisi petrolifera degli anni Ottanta, quella valutaria della prima parte degli anni Novanta o quella finanziaria iniziata nel 2008.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com