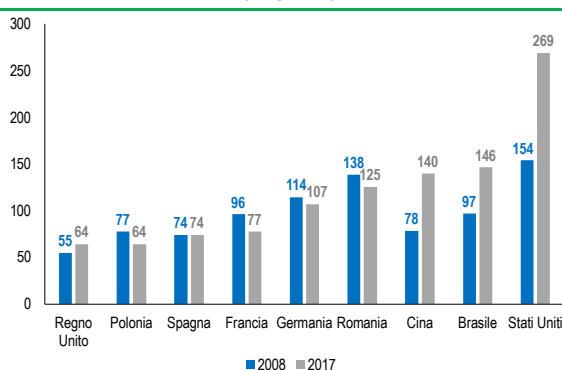


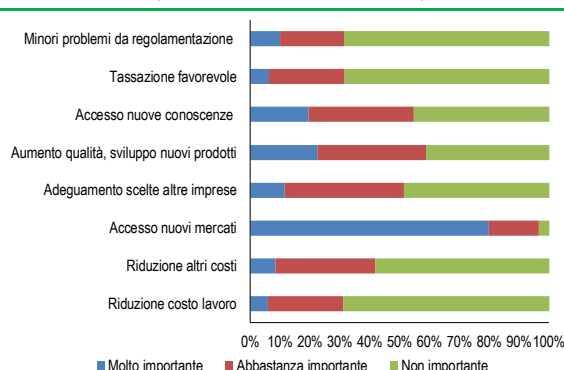
Gli addetti delle imprese estere a controllo italiano per paese

(migliaia)



Le motivazioni dietro la realizzazione di investimenti all'estero

(% del totale; anno: 2017)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Prometeia e Osservatorio Assofin

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

I numeri sulle attività finanziarie delle imprese italiane raccontano un cambiamento nell'allocazione delle risorse tra le diverse tipologie di investimento, sia produttivo, nazionale ed estero, che finanziario.

L'incertezza dello scenario economico porta, ad esempio, le imprese ad aumentare le risorse accantonate sotto forma di liquidità. Negli ultimi sei anni, le società non finanziarie hanno lasciato nei loro depositi bancari oltre 115 miliardi di euro, portando il saldo complessivo al di sopra dei 370, mentre la propensione a realizzare investimenti produttivi si è mantenuta bassa, mostrando un ritardo in termini di spesa annua di circa 20 miliardi rispetto al periodo precedente la crisi.

I dati sulle attività finanziarie raccontano anche la storia di un profondo processo di internazionalizzazione, che ha portato gli imprenditori a concentrarsi sempre più verso mercati e paesi esteri. In quasi venticinque anni, le imprese italiane hanno investito circa 280 miliardi di euro nel capitale di società straniera, destinandone poco più di 200 all'investimento nelle aziende italiane. Un processo che ha interessato quasi tutti i settori, sebbene con intensità differente.

Con il passare degli anni, sono cambiate le motivazioni che spiegano l'internazionalizzazione delle imprese italiane. All'inizio ci si spostava per ridurre i costi produttivi. **Oggi, è divenuto centrale l'accesso ai nuovi mercati. Si va all'estero per conquistare nuova domanda e compensare la persistente debolezza dei consumi interni.**

Come, ma soprattutto dove, investono le imprese italiane?

P. Ciocca  paolo.ciocca@bnlmail.com

I numeri sulle attività finanziarie delle imprese italiane raccontano un profondo cambiamento nelle scelte su come allocare le risorse disponibili tra le diverse opportunità di investimento, sia produttivo, nazionale ed estero, che finanziario.

La persistente incertezza, che avvolge lo scenario economico complessivo da ormai alcuni anni, porta, ad esempio, le imprese ad aumentare le risorse accantonate sotto forma di liquidità. Negli ultimi sei anni, le società non finanziarie italiane hanno lasciato nei loro depositi bancari oltre 115 miliardi di euro, portando il saldo complessivo al di sopra dei 370 miliardi. La propensione a realizzare investimenti si è, invece, mantenuta bassa, mostrando un ritardo di 20 miliardi in termini di minore spesa annua rispetto al periodo precedente la crisi.

I dati sulle attività finanziarie raccontano anche la storia di un profondo processo di internazionalizzazione, che ha portato gli imprenditori a concentrarsi sempre più verso mercati e paesi esteri. In quasi venticinque anni, le imprese italiane hanno investito circa 280 miliardi di euro nel capitale di società straniera, destinandone poco più di 200 all'investimento nelle aziende italiane.

I numeri sulle multinazionali descrivono bene questo processo. Le imprese estere a controllo italiano sono circa 23,7mila. Gli addetti sono quasi 1,8 milioni, il 10% di quelli impiegati nelle aziende nazionali. Il fatturato prodotto ha raggiunto i 538 miliardi di euro, il 15% di quello interno. Nel 2008, questi rapporti si fermavano al 7% e al 10%. Un processo che ha interessato quasi tutti i settori, sebbene con intensità differente. Da un punto di vista geografico, è cresciuto il peso degli Stati Uniti, del Brasile e della Cina, mentre si è ridotto quello della Romania. Rimane importante l'investimento nel tessuto imprenditoriale francese e tedesco.

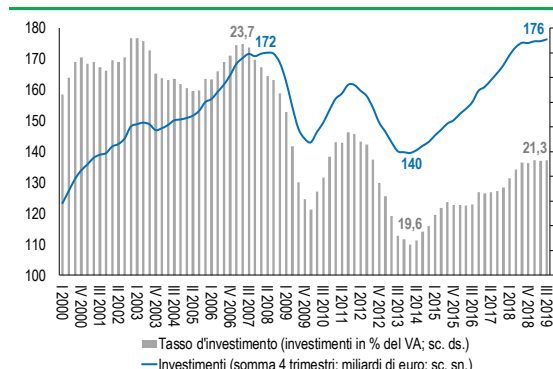
Con il passare degli anni, sono cambiate le motivazioni che spiegano l'internazionalizzazione delle imprese italiane. All'inizio ci si spostava per ridurre i costi produttivi. Oggi, è divenuto centrale l'accesso ai nuovi mercati. Si va all'estero per conquistare nuova domanda e compensare la persistente debolezza dei consumi interni.

Imprese: si riducono gli investimenti produttivi, crescono quelli finanziari

Negli ultimi dieci anni, la propensione delle imprese italiane a realizzare investimenti produttivi si è ridotta sensibilmente. Prima della crisi, le società non finanziarie investivano in media quasi un quarto del valore aggiunto prodotto ogni anno. In valore, circa 170 miliardi di euro venivano destinati a rafforzare la capacità produttiva del sistema imprenditoriale. Durante le due recessioni, la spesa per investimenti era crollata, scendendo intorno ai 140 miliardi. La moderata ripresa della crescita, iniziata nel 2014, ha favorito un graduale recupero degli investimenti, che hanno superato nuovamente i 170 miliardi, andando oltre i valori degli anni precedenti la crisi. L'aumento della spesa nel capitale produttivo delle imprese è risultato, però, inferiore a quello del valore aggiunto. La propensione ad investire risulta ancora circa 2,5 punti percentuali al di sotto del livello del 2007. Un ritardo significativo: con un valore aggiunto superiore agli 800 miliardi, si tratta di circa 20 miliardi di minori investimenti produttivi effettuati ogni anno dalle imprese italiane.

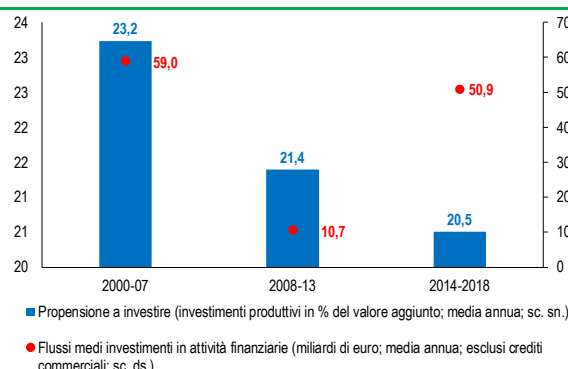
Un ritardo che non rappresenta la conseguenza di un problema di risorse, quanto piuttosto il risultato di un profondo processo di cambiamento nelle scelte delle imprese su come allocare la liquidità disponibile tra le diverse opportunità di investimento, sia produttivo, nazionale ed estero, che finanziario.

Gli investimenti produttivi delle imprese italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Gli investimenti produttivi e finanziari delle imprese italiane



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

Nella prima parte degli anni Duemila, la più alta propensione a realizzare investimenti produttivi si accompagnava ad un flusso costante di nuove risorse accantonate nelle attività finanziarie, che si avvicinava a 60 miliardi di euro medi annui. Tra il 2008 e il 2013, la flessione dell'attività economica, congiuntamente ad una significativa pressione sui margini, avevano condotto sia ad una caduta degli investimenti produttivi che ad un taglio di quelli finanziari, il cui flusso medio annuo era crollato poco sopra i 10 miliardi. Con la fine della recessione e l'inizio di una fase di moderata ripresa, sfociata nella sostanziale stagnazione del 2019, si è assistito ad una diversa evoluzione delle scelte: mentre la propensione a realizzare investimenti produttivi si è mantenuta bassa, il flusso medio annuo di nuove risorse destinate agli investimenti finanziari è aumentato sensibilmente, superando i 50 miliardi di euro.

Quanto accaduto, ha consentito al valore dell'investimento finanziario delle imprese italiane di recuperare tutto quello che era stato perso durante le recessioni, sia come risultato delle brusche flessioni delle quotazioni che come conseguenza dei minori flussi di investimento annuali. Il valore delle attività finanziarie detenute dalle imprese italiane, misurato al netto dei crediti commerciali, che, riguardando l'attività tipica delle imprese, sono più il risultato di quanto accade alla congiuntura complessiva che il frutto delle decisioni di investimento, dopo essere aumentato da 333 miliardi di euro del 1995 a 1.051 del 2007, era, infatti, sceso sotto i 900 nel 2008. L'accelerazione nei flussi degli investimenti, sperimentata a partire dal 2014, con oltre 270 miliardi di nuove risorse destinate dalle imprese all'investimento in attività finanziarie, ha portato il valore complessivo del portafoglio ad avvicinarsi ai 1.200 miliardi, raggiungendo il livello più alto degli ultimi venti anni.

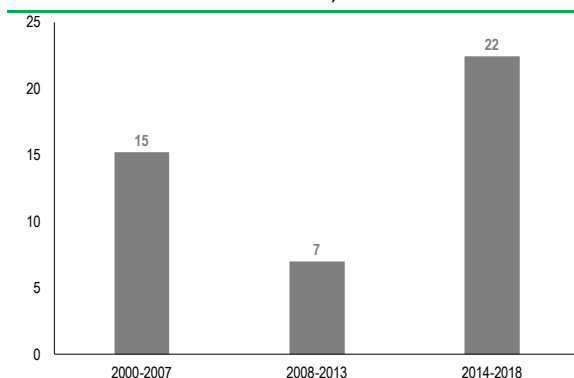
L'aumento della ricchezza finanziaria nasconde, però, dinamiche differenti, che meritano di essere approfondite. Una pluralità di fattori hanno, infatti, guidato non solo la dimensione dei nuovi flussi investiti, quanto soprattutto la scelta tra le diverse tipologie di investimento disponibile.

Aumenta l'attenzione per la liquidità, cresce il saldo dei depositi

Leggendo i numeri sugli investimenti finanziari, un primo elemento appare con chiarezza: la persistente incertezza che caratterizza lo scenario economico complessivo ormai da alcuni anni ha portato le imprese italiane ad accrescere la quantità di risorse accantonate sotto forma di liquidità, nonostante i rendimenti praticamente nulli offerti dal mercato.

I flussi di nuovi investimenti nei depositi delle imprese italiane

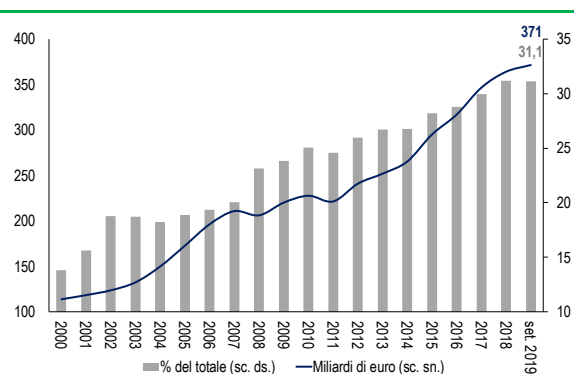
(miliardi di euro; società non finanziarie; flussi medi annui)



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

I depositi delle imprese italiane

(società non finanziarie; stock esclusi crediti commerciali)



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

Tra il 2000 e il 2007, le società non finanziarie italiane avevano investito in media ogni anno 15 miliardi di euro di nuove risorse nei depositi, un flusso che durante la crisi si era, però, ridotto a 7 miliardi. Dal 2014, nonostante il moderato miglioramento sia delle condizioni economiche generali che di quelle finanziarie dell'intero sistema produttivo italiano avrebbe dovuto indirizzare verso la ricerca di nuove opportunità imprenditoriali, i flussi medi annui di risorse accantonate nei depositi bancari sono cresciuti notevolmente, superando i 22 miliardi. Negli ultimi sei anni, le società non finanziarie hanno lasciato nei loro depositi oltre 115 miliardi, portando il saldo complessivo al di sopra dei 370 miliardi. In questo modo, le riserve di liquidità sono arrivate ad assorbire quasi un terzo del totale delle attività finanziarie, dal 20% del 2007.

Il cambio di prospettiva nelle decisioni delle imprese su come allocare le risorse disponibili appare ancora più evidente confrontando il valore del saldo dei depositi con quello degli investimenti produttivi effettuati ogni anno. Nel 2000, i depositi erano pari a quasi 115 miliardi di euro, circa il 90% degli investimenti realizzati quell'anno. Nel 2004, i due valori coincidevano ed erano pari a 150 miliardi. Con la crisi, gli investimenti produttivi hanno sofferto, mentre i depositi sono aumentati in maniera significativa. A settembre 2019, i 370 miliardi di euro di depositi erano, infatti, pari a più del doppio dei quasi 180 miliardi di investimenti effettuati nell'ultimo anno.

Un problema di fiducia che porta le società non finanziarie ad accantonare parte delle risorse disponibili in impieghi non produttivi piuttosto che investire nel rafforzamento dell'attività imprenditoriale. Tutto questo si ripercuote sulla capacità dell'intero sistema di generare ricchezza. Negli ultimi dieci anni, alcune volte, i nuovi investimenti non sono stati neanche sufficienti a compensare l'invecchiamento del capitale misurato

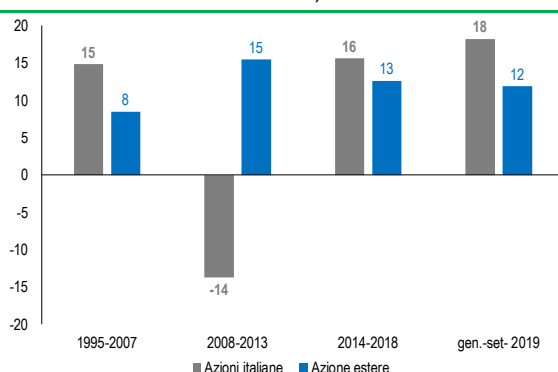
dall'ammortamento. Una criticità che ha interessato in particolare la componente dei macchinari.

Cresce l'investimento in azioni, soprattutto quelle estere

I numeri sulle attività finanziarie detenute dalle aziende italiane raccontano, però, anche la storia del profondo processo di internazionalizzazione che negli anni ha portato gli imprenditori a concentrare sempre più la loro attenzione verso mercati e paesi esteri, destinandovi una quota crescente delle proprie risorse.

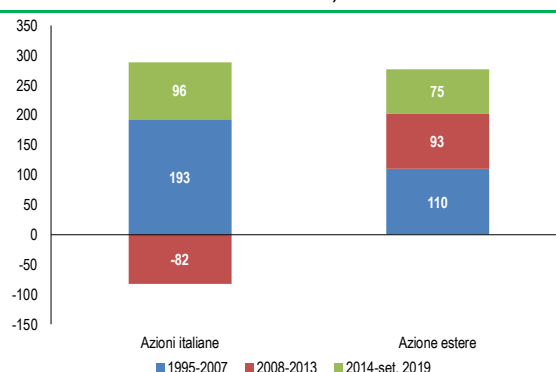
Gli investimenti delle imprese italiane in azioni e partecipazioni

(miliardi di euro; società non finanziarie; flussi medi annui)



Gli investimenti delle imprese italiane in azioni e partecipazioni

(miliardi di euro; società non finanziarie; flussi; valori cumulati)



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

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

Alla metà degli anni Novanta, le società non finanziarie investivano complessivamente in azioni e partecipazioni 175 miliardi di euro. Emergeva una concentrazione nel capitale delle società residenti in Italia, mentre la quota di quelle estere risultava estremamente limitata. Si trattava, dunque, della rappresentazione contabile di gruppi di imprese operanti per la maggior parte all'interno del Paese.

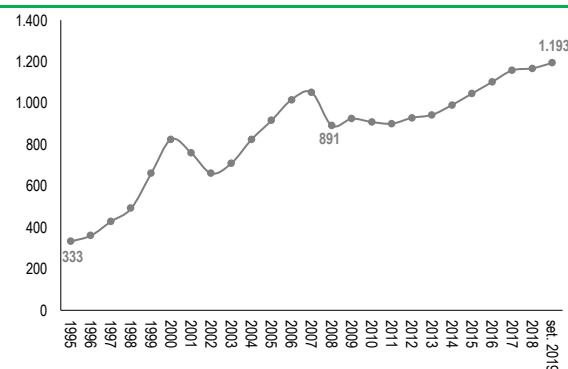
Dalla metà degli anni Novanta le aziende italiane iniziarono, però, ad investire sempre di più all'estero, sebbene rimanesse anche una profonda attenzione per il mercato interno. Tra il 1995 e il 2007, le società non finanziarie investirono in media ogni anno più di 8 miliardi di euro nel capitale di imprese estere, portando l'investimento complessivo oltre i 150 miliardi. Si trattava, però, di un valore ancora molto distante dai più di 520 miliardi investiti nel capitale di aziende italiane, un comparto che in quei dieci anni aveva beneficiato di un flusso medio annuo di nuove risorse prossimo ai 15 miliardi.

Con la crisi, la situazione cambiò radicalmente. Le difficoltà che caratterizzavano l'economia italiana spinsero le imprese a prestare sempre più attenzione verso l'estero. Tra il 2008 e il 2013, le aziende investirono in media ogni anno oltre 15 miliardi di euro nel capitale di imprese straniere, un importo solo di poco superiore ai quasi 14 miliardi disinvestiti dal capitale di società residenti in Italia. In questo periodo, si assistette, dunque, ad uno spostamento di risorse dal sistema imprenditoriale italiano verso quello estero, per un importo complessivo superiore agli 80 miliardi. Alla fine della seconda recessione, nel portafoglio finanziario delle imprese italiane, il valore delle azioni estere aveva superato quello delle partecipazioni nazionali, anche come conseguenza della

brusca flessione delle quotazioni che aveva interessato in modo particolare la componente interna. Negli ultimi sei anni, la situazione sembra aver trovato un nuovo equilibrio, con un interesse costante da parte delle imprese per l'investimento in azioni, sia italiane che estere, con un apporto complessivo di nuove risorse pari rispettivamente a 95 e 75 miliardi.

Le attività finanziarie delle imprese italiane

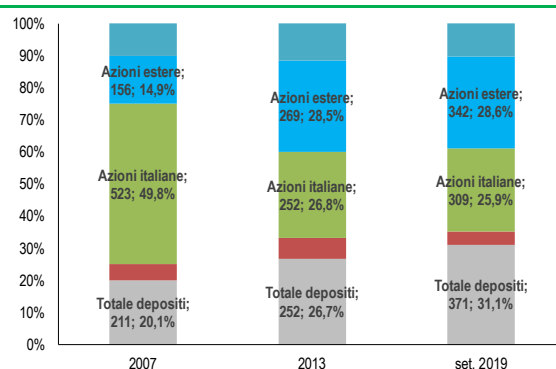
(miliardi di euro; società non finanziarie; stock esclusi crediti commerciali)



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

Le attività finanziarie delle imprese italiane per tipologia di investimento

(miliardi di euro e % del totale; società non finanziarie; stock esclusi crediti commerciali)



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

La fotografia delle partecipazioni azionarie detenute dalle aziende italiane a settembre dello scorso anno mostra con chiarezza gli effetti di questo lungo processo di internazionalizzazione: le azioni e partecipazioni assorbono oltre il 50% del totale delle attività finanziarie detenute dalle imprese. Il valore delle partecipazioni estere ha superato i 340 miliardi di euro, mentre quelle italiane si fermano sotto i 310. In quasi venticinque anni, le imprese hanno investito circa 280 miliardi di euro nel capitale di società straniera, destinando nello stesso periodo poco più di 200 miliardi all'investimento nel capitale di altre aziende italiane. Si tratta, dunque, di un profondo cambiamento, che merita di essere approfondito, per capirne le motivazioni sottostanti.

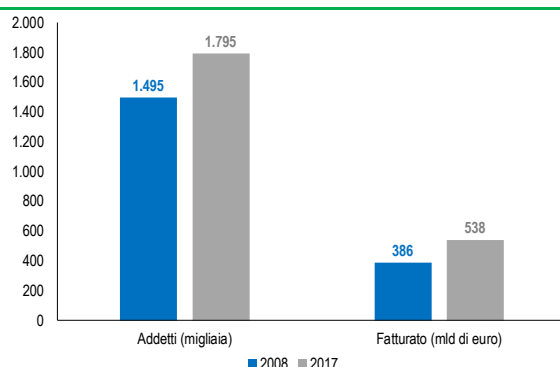
Un'internazionalizzazione guidata dalla ricerca di nuovi mercati

I numeri sulle aziende multinazionali mostrano con chiarezza come, dallo scoppio della crisi, il processo di internazionalizzazione del sistema produttivo italiano abbia subito un'accelerazione. Nel 2008, le imprese estere a controllo italiano erano poco meno di 21mila, impiegavano quasi 1,5 milioni di addetti, producendo 386 miliardi di fatturato. Dopo dieci anni, grazie anche ad operazioni societarie di particolare rilevanza, le imprese estere a controllo italiano sono poco più di 23,7mila¹, occupano quasi 1,8 milioni di addetti e producono 538 miliardi di fatturato. Oggi, la presenza all'estero appare concentrata nei servizi non finanziari, con più di 13.500 imprese, circa il 60% del totale. Di queste, più della metà, quasi 7.400, operano nel comparto del commercio. Sono, invece, 6.500 le aziende manifatturiere, con un peso rilevante del comparto dei macchinari, di quello dei prodotti in metallo e dell'alimentare, mentre quelle delle costruzioni superano le 1.100.

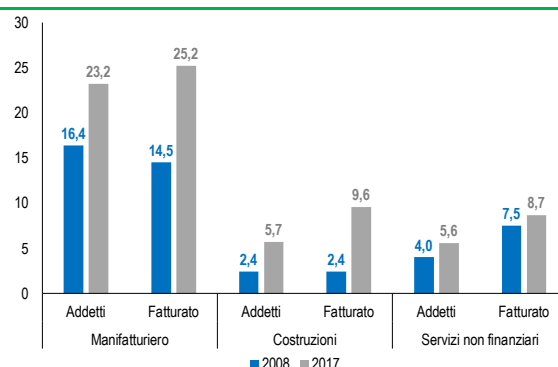
¹ Gli ultimi dati sulle imprese multinazionali pubblicati dall'Istat alla fine del 2019 si riferiscono al 2017.

Questo profondo processo di internazionalizzazione ha modificato all'interno del sistema imprenditoriale italiano i rapporti tra la componente nazionale e quella estera. Oggi le imprese estere a controllo nazionale dell'industria e dei servizi non finanziari occupano un numero di addetti pari al 10% di quelli impiegati nelle aziende residenti in Italia. Il peso del fatturato si è avvicinato al 15%. Nel 2008, questi rapporti si fermavano al 7% e al 10%. Un cambiamento che si è sviluppato in maniera eterogenea a livello settoriale. Nel manifatturiero il rapporto tra il fatturato estero e quello nazionale è, ad esempio, passato dal 15% al 25%, con un ruolo significativo svolto dal comparto degli autoveicoli. In questo segmento, grazie ad operazioni societarie particolarmente rilevanti, il fatturato prodotto da aziende estere a controllo italiano ha superato il 130% di quello generato dalle imprese nazionali. Nei servizi non finanziari si è, invece, passati dal 7,5% all'8,7%, con il commercio salito oltre il 10%. Anche nel comparto delle costruzioni il livello di internazionalizzazione è cresciuto in maniera significativa, passando dal 2,4% al 9,6%.

Le imprese estere a controllo italiano



Le imprese estere a controllo italiano (% delle imprese residenti in Italia)

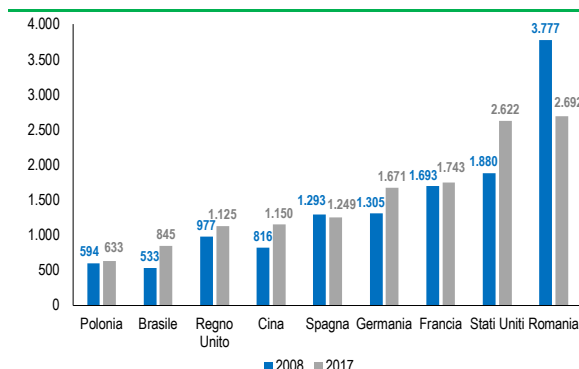


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

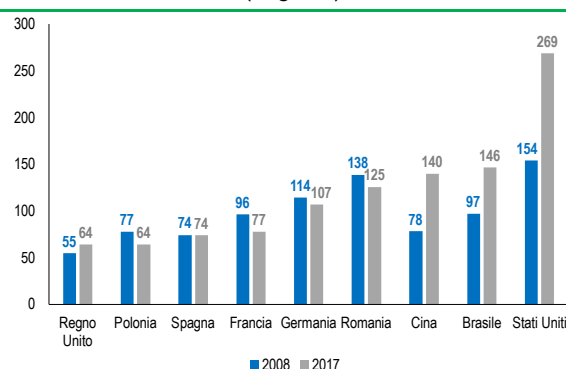
Questo cambiamento si è sviluppato in maniera differenziata a livello geografico. È, ad esempio, cresciuta ulteriormente l'importanza degli Stati Uniti. Oggi, le imprese a controllo italiano residenti in questo paese sono 2.622 ed impiegano quasi 270mila addetti, producendo più di 130 miliardi di euro di fatturato, circa il 25% del totale riferito alle imprese estere a controllo nazionale. Nel 2008, il numero di aziende negli Stati Uniti si fermava sotto le 1.900 e quello degli addetti intorno ai 150mila. È cresciuto sensibilmente anche il peso del Brasile, un paese che con solo 845 imprese risulta essere il secondo per numero di addetti, sebbene il contributo al fatturato complessivo si fermi sotto il 5%. Anche la Cina è divenuta molto importante: le imprese cinesi controllate da aziende italiane sono 1.150, con 140mila addetti, circa il doppio di quelli del 2008. Il fatturato prodotto si ferma, però, intorno ai 18 miliardi. Si è, invece, ridotta la presenza italiana in Romania. Il numero di imprese è passato da quasi 3.800 a meno di 2.700, con gli occupati scesi a 125 mila. Le imprese tedesche e francesi a controllo italiano sono, invece, cresciute in numero, ma hanno ridotto gli addetti, mantenendo però un contributo significativo in termini di fatturato, con complessivamente più di 110 miliardi, pari a circa un quinto del totale. Negli ultimi dieci anni, è aumentata anche la presenza delle imprese italiane nel Regno Unito: 1.125 aziende controllate occupano quasi 65mila addetti, producendo circa 20 miliardi di fatturato.

Il numero delle imprese estere a controllo italiano per paese



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

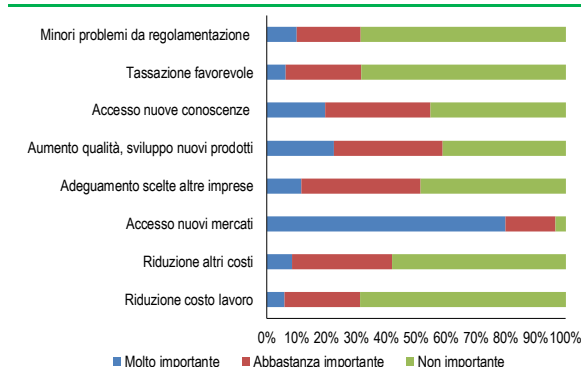
Gli addetti delle imprese estere a controllo italiano per paese (migliaia)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

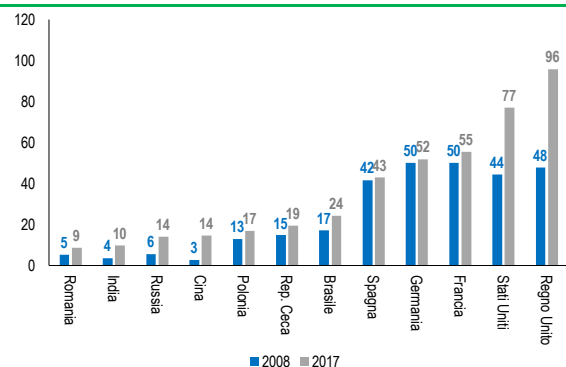
Per concludere questo ragionamento occorre fare una riflessione sulle motivazioni che spingono le imprese italiane verso l'internazionalizzazione.

Le motivazioni dietro la realizzazione di investimenti all'estero (% del totale; anno: 2017)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Il costo del lavoro nelle imprese estere a controllo italiano (migliaia di euro pro-capite)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Negli anni molte cose sono cambiate. All'inizio la decisione era legata ad una motivazione di costo. Ci si spostava in quei paesi che erano in grado di offrire produzioni più economiche, in particolare in settori a basso valore aggiunto. Nel 2008, oltre il 40% delle imprese intervistate nelle indagini dell'Istat segnalavano la riduzione del costo del lavoro come uno dei benefici più importanti dell'internazionalizzazione. Oggi, solo il 6% lo definisce molto importante, mentre quasi il 70% lo giudica irrilevante. È anche la conseguenza degli aumenti del costo del lavoro che hanno interessato proprio quei paesi che all'inizio avevano maggiormente attratto l'interesse delle imprese italiane. In Cina si è passati, ad esempio, da 2,7mila euro annui per addetto nel 2008 a 14,5mila, in Romania ci si è avvicinati a 9mila, in Polonia a 17mila e nella Repubblica Ceca a 19mila. Sebbene si tratti di valori ancora molto lontani da quelli delle principali economie avanzate, la distanza si è ridotta, rendendo meno vantaggioso uno spostamento basato solo su finalità di costo. Oggi, l'accesso ai nuovi mercati è divenuto l'elemento centrale nel guidare le scelte sull'internazionalizzazione.

Non ci si sposta più per ridurre i costi, quanto piuttosto per avvicinarsi ad una domanda crescente, che consenta di compensare la persistente debolezza dei consumi interni. Lo dicono l'80% delle imprese intervistate.

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

