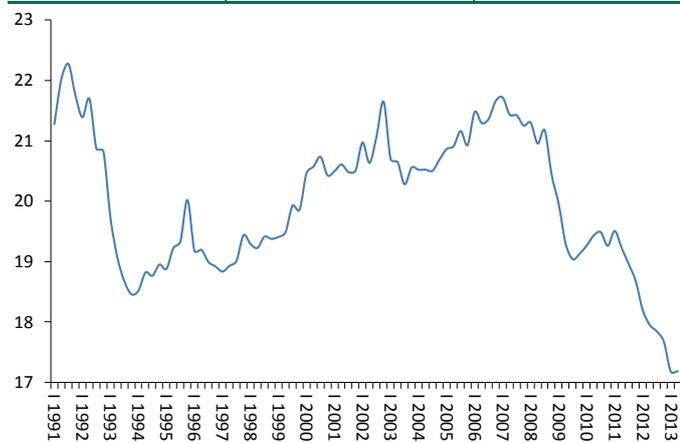


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Il rapporto tra gli investimenti e il Pil in Italia

(valori correnti; valori %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Dopo una rincorsa durata quasi un ventennio, nel secondo trimestre di quest'anno la **produttività reale del lavoro** – misurata dal valore aggiunto per ora lavorata in euro a parità di potere d'acquisto – della Spagna ha raggiunto quella italiana. Negli ultimi anni il recupero spagnolo di produttività è derivato da un'opera di ristrutturazione ed efficientamento con costi economici e sociali elevati. In Italia, la stagnazione ormai decennale della dinamica della produttività rilancia l'istanza di una vasta azione strutturale di riforma mirata ad accrescere la competitività del sistema-paese.

Dallo **scoppio della recessione**, l'Italia ha sperimentato un'ampia flessione degli investimenti. Dopo sei anni di crisi, il potenziale produttivo del Paese appare ridimensionato. Lo stock di capitale investito si è avvicinato ai 10.400 miliardi di euro. Si è, però, ridotto il peso dei macchinari, mentre è aumentato quello delle costruzioni. Nel 2012, i nuovi investimenti non sono stati sufficienti a compensare l'invecchiamento dei macchinari esistenti. Meno macchinari, meno mezzi di trasporto, più uffici: una rappresentazione del capitale investito in Italia che genera qualche preoccupazione.

38

28 ottobre
2013

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

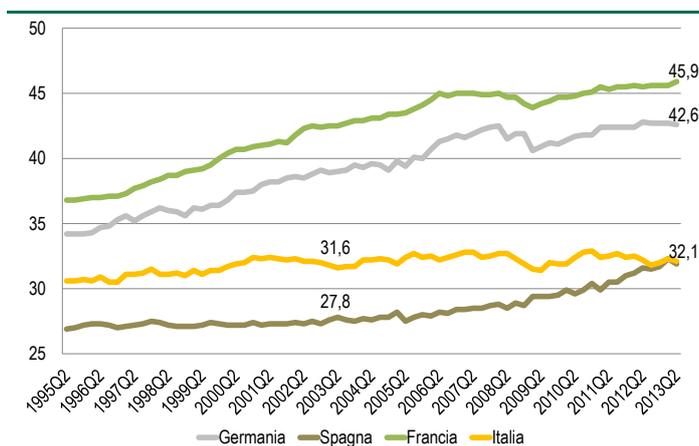
La banca per un mondo che cambia



Editoriale: Lezioni di produttività

G. Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

Produttività reale del lavoro
(valore aggiunto per ora lavorata; euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Dopo quasi un ventennio di rincorsa la Spagna ce l'ha fatta. Il dato, poco noto, è visibile sulla base dati on-line di Eurostat. Nel secondo trimestre di quest'anno la produttività reale del lavoro spagnola ha raggiunto quella italiana. Il valore aggiunto per ora lavorata, considerato al netto delle variazioni del potere d'acquisto, si colloca ora a 32 euro in entrambi i paesi. La rincorsa spagnola si è materializzata nell'aumento di una quindicina di punti percentuali della produttività nell'arco degli ultimi dieci anni. Diversamente, oggi in Italia la produttività reale del lavoro è sostanzialmente la stessa di quella dei primi anni Duemila.

Oltre alla Spagna, incrementi significativi della produttività del lavoro negli ultimi dieci anni sono stati registrati dalle due principali economie dell'Eurozona. Sia in Germania sia in Francia il valore aggiunto per ora lavorata è cresciuto di poco meno di dieci punti percentuali e si colloca oggi su livelli assoluti superiori di almeno dieci euro rispetto ai nostri. Gli altri grandi paesi della moneta unica sono andati avanti, senza strafare. Noi siamo rimasti fermi. Nel caso della Spagna il miglioramento della produttività si è manifestato soprattutto negli anni più recenti contrassegnati da crisi e da recessione. La lezione spagnola non ha molto di miracoloso. L'economia iberica è passata attraverso quello che gli economisti chiamano "labour-shedding", la perdita massiccia di posti di lavoro. Tra la metà del 2008 e la metà del 2013 il monte delle ore lavorate si è ridotto in Spagna di ben diciassette punti percentuali contro un calo di sette punti realizzato in Italia. Tra i grandi protagonisti della moneta unica solo la Germania è riuscita a realizzare un aumento di produttività del lavoro in un contesto che gli economisti chiamano di "labour-hoarding", ovvero di conservazione dei posti di lavoro. Oggi in Germania l'ammontare delle ore lavorate in un trimestre è lo stesso di cinque

anni fa mentre il valore aggiunto generato da un'ora lavorata è più grande di tre punti percentuali.

Spagna e Germania ci indicano due modi diversi di migliorare la produttività. Quello spagnolo consiste di un recupero di efficienza operato attraverso un calo drammatico dei livelli generali di occupazione. Il sistema ha aumentato la produttività, pur con un costo sociale assai ingente. Più delle riforme strutturali, che potranno venire nel prossimo futuro, in Spagna hanno operato tagli e riorganizzazioni. In Germania, invece, con lo stesso input di lavoro si è riusciti a produrre di più. Merito di tanti elementi, sia interni sia esterni al mondo delle imprese, a cominciare dagli effetti benefici e durevoli delle riforme del mercato del lavoro varate nei primi anni Duemila. Alla lunga, la "qualità" della flessibilità assicurata in Germania dalle riforme Hartz si è rivelata decisiva, soprattutto in termini di semplicità di funzionamento e di sostenibilità economica e sociale.

Se in Spagna meno lavoro e meno prodotto si accompagnano a una maggiore produttività, in Germania uno stesso input di lavoro ha generato più prodotto e più produttività. Solo in Italia le tre grandezze in questione arretrano simultaneamente. Meno lavoro, meno prodotto e meno produttività. Dietro l'operare di questa spirale al ribasso c'è l'effetto di un deterioramento qualitativo che riflette gli esiti di una estesa deindustrializzazione manifatturiera. Dall'inizio della recessione del 2008 il valore aggiunto manifatturiero, valutato in volumi, è sceso in Italia di ben diciotto punti percentuali, esattamente il doppio dei nove punti di caduta del PIL reale. Tra la metà del 2008 e il secondo trimestre del 2013 il peso del manifatturiero sul totale del valore aggiunto prodotto in Italia è sceso di circa tre punti percentuali contro un calo inferiore al punto percentuale in Spagna. Oggi la manifattura pesa per il quindici per cento del prodotto in Italia e per il tredici per cento in Spagna. Solo in Germania l'incidenza del manifatturiero è rimasto costantemente al di sopra di quel venti per cento che costituisce anche l'obiettivo europeo al 2020.

Molto chiaramente il nuovo rapporto sulla competitività edito dalla Commissione Europea individua nel rilancio del manifatturiero il fattore trainante per un recupero di produttività a livello continentale. Il peso del manifatturiero sulla ricerca e l'innovazione è quattro volte più grande dell'incidenza del settore sul PIL dell'Unione europea. Per l'Italia, però, il deficit di produttività investe, oltre il manifatturiero, anche i servizi. Un paio di esempi. Negli ultimi anni il valore aggiunto per ora lavorata nella produzione di mezzi di trasporto è rimasto fermo in Italia mentre è cresciuto di dieci punti in Germania. Al capo opposto della manifattura, in un comparto per noi strategico dei servizi come quello dei servizi di alloggio e ristorazione la produttività oraria del lavoro rimane in Italia inferiore di un terzo a quella spagnola.

Dentro la nostra recessione c'è un doppio deficit, di quantità e di qualità, di prodotto e di produttività. Allo stesso modo, al declino della manifattura si aggiunge un problema di innovazione dei servizi. Rompere queste spirali negative è necessario, per ridare respiro alla nostra competitività e creare le premesse per un durevole reimpiego del lavoro perduto.

Scendono gli investimenti, si riduce il capitale produttivo dell'economia italiana

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

Un aspetto accomuna le due recessioni che hanno interessato l'economia italiana negli ultimi sei anni: la brusca flessione degli investimenti. Tra il I trimestre 2008 e il II 2013 sono stati persi quasi 9 punti percentuali di Pil. Di questi, 5,5 sono il risultato di un calo del 27% degli investimenti.

La flessione ha interessato tutte le tipologie di prodotti. I macchinari spiegano 8,3 punti della contrazione complessiva, le costruzioni non residenziali 7,8 e le abitazioni 7,6. Meno ampio è risultato il contributo negativo dei mezzi di trasporto (-2,7 punti).

Il calo degli investimenti appare diffuso tra tutti i settori. Il manifatturiero spiega poco più di un quinto dell'andamento complessivo, mentre ai servizi deve essere attribuito oltre il 60% del calo totale. Una riflessione a parte merita la Pubblica amministrazione. Dopo una caduta dell'8% nel 2010, ed una moderata flessione nel 2011, nel 2012 si è assistito ad un taglio degli investimenti pubblici superiore al 10% in termini reali, proseguendo una tendenza alla riduzione che aveva interessato anche gli anni precedenti la crisi. Nel confronto tra il 2012 e il 2004, gli investimenti pubblici sono stati ridotti di quasi un quarto in termini reali.

Nel 2012, il valore complessivo dello stock di capitale investito nell'economia italiana si è avvicinato ai 10.400 miliardi di euro. All'inizio degli anni Duemila lo stock di capitale era pari a poco più di cinque volte il valore del Pil. Nel 2012 si è arrivati a 6,6 volte, un incremento che descrive un sistema produttivo con una minore capacità di generare ricchezza.

Dal 2001 al 2012, il valore dello stock di capitale è cresciuto di poco più di 4 mila miliardi di euro. Oltre l'80% di questo maggior valore deriva dalle costruzioni, mentre i macchinari coprono solo il 10% dell'aumento. Il peso dei macchinari sul totale è sceso dal 18,8% al 16,5%, mentre quello delle costruzioni è salito dal 75,2% al 78%. Un ulteriore aspetto merita di essere sottolineato: nel 2012, per la prima volta negli ultimi venti anni, il valore dello stock di capitale netto di macchinari ha registrato una flessione. I nuovi investimenti non sono stati sufficienti a compensare l'invecchiamento del capitale esistente.

Meno macchinari, meno mezzi di trasporto, più uffici: una rappresentazione del capitale investito in Italia che genera qualche preoccupazione.

Il calo degli investimenti dietro le due recessione degli ultimi sei anni

La recessione 2008-09 fu una recessione guidata dagli investimenti e dalle esportazioni. Quasi la metà degli oltre 7 punti percentuali di Pil persi dall'economia italiana tra il I trimestre 2008 e il II 2009 furono il risultato della caduta degli investimenti. La flessione delle vendite all'estero sottrasse alla crescita circa 7 punti, compensati solo in parte dalla caduta delle importazioni, con un contributo negativo delle esportazioni nette superiore al punto percentuale.

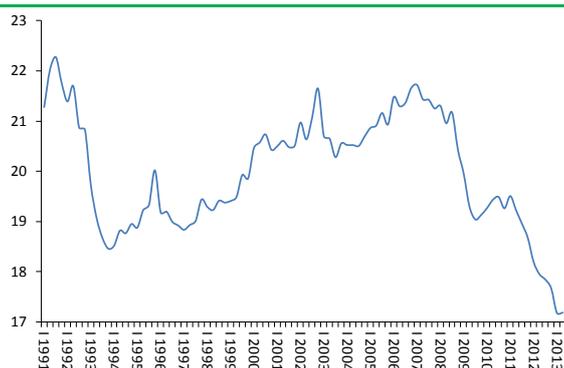
La recessione 2011-13 è, invece, una recessione da domanda interna, interessando sia i consumi delle famiglie sia gli investimenti delle imprese. Tra il II trimestre 2011 e il II 2013, gli investimenti spiegano 2,6 punti percentuali dei 4,5 persi in termini di prodotto, mentre le esportazioni, grazie ad una moderata crescita, hanno frenato la caduta del Pil.



Un aspetto accomuna, dunque, le due recessioni che hanno interessato l'economia italiana negli ultimi sei anni: la brusca flessione degli investimenti, con un contributo pesantemente negativo alla crescita complessiva. Guardando l'insieme della crisi, tra il I trimestre 2008 e il II 2013 sono stati persi quasi 9 punti percentuali di Pil. Di questi, 5,5 sono spiegati interamente dagli investimenti, scesi del 27%, a fronte di flessioni inferiori all'8% per i consumi e al 6% per le esportazioni.

Il rapporto tra gli investimenti e il Pil in Italia

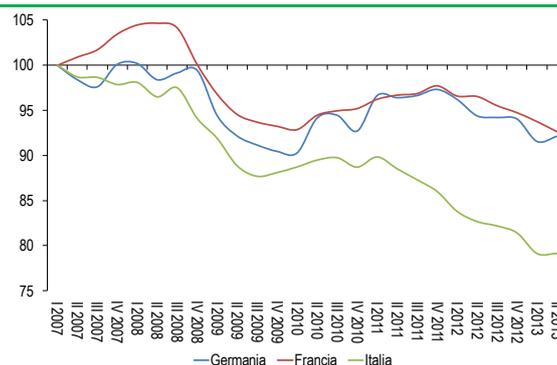
(valori correnti; valori %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Il rapporto tra gli investimenti e il Pil in Italia, Francia e Germania

(valori correnti; I 2007=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

La brusca caduta degli investimenti è una peculiarità italiana. I 27 punti persi si confrontano con i 13 della Francia e i 5 della Germania. La criticità del nostro Paese emerge con particolare chiarezza analizzando l'andamento degli investimenti nel corso degli ultimi 6 anni. Durante la prima recessione, i tre paesi avevano sperimentato un'evoluzione simile. Dalla metà del 2009, la Francia ha registrato una sostanziale stagnazione nella spesa per investimenti, la Germania ha recuperato oltre la metà di quanto perso in precedenza, l'Italia ha vissuto una nuova caduta, scendendo al di sotto del minimo toccato durante la prima recessione.

L'ampia contrazione degli ultimi sei anni ha determinato nel nostro Paese una significativa flessione della propensione ad investire, misurata dal rapporto tra gli investimenti e il Pil. Prima della crisi gli investimenti rappresentavano quasi il 22% del totale dell'economia. Nella prima parte di quest'anno si è scesi al 17,2%, una flessione di 4,5 punti percentuali che ha portato questo rapporto sul livello più basso degli ultimi venti anni.

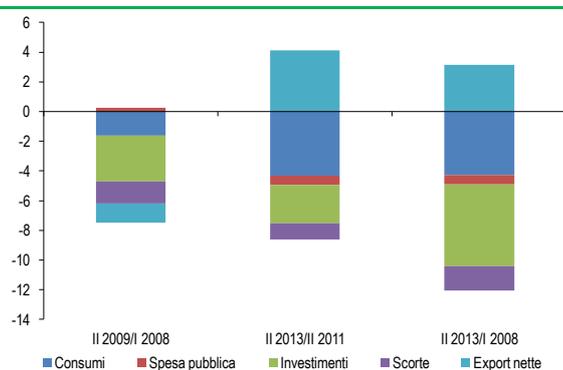
Il valore del nostro Paese risulta uguale a quello tedesco e quasi 2 punti più basso di quello francese. La criticità del caso italiano appare evidente confrontando il livello della prima parte di quest'anno con quello del periodo precedente la crisi. La riduzione del peso degli investimenti sul pil di 4,5 punti registrata in Italia si confronta, infatti, con un calo di 1,5 punti sia in Germania sia in Francia.

In Italia, nel complesso dei 6 anni di crisi, la riduzione degli investimenti ha interessato tutte le principali tipologie di beni, con intensità simile. Diverso è, però, l'andamento sperimentato nel corso degli anni, con alcune criticità che si sono intensificate nell'ultimo periodo. Nella prima parte della recessione, la flessione si era concentrata sui macchinari e sui mezzi di trasporto. Negli anni di debole ripresa, seguita alla flessione del 2008-09, a fronte di un sensibile recupero nel comparto dei macchinari si

era assistito ad una sostanziale stagnazione degli investimenti in mezzi di trasporto e di quelli in abitazioni, mentre era proseguita la contrazione di quelli in costruzioni non residenziali. Dalla fine del 2010, il comparto delle abitazioni è stato interessato da una rapida caduta, con un calo complessivo, nel confronto tra il II trimestre 2013 e il I 2008, avvicinandosi a 30 punti percentuali. Più ampia, e superiore al 30%, risulta la flessione nel comparto delle costruzioni non residenziali, mentre i mezzi di trasporto, dopo essere arrivati a perdere quasi 35 punti, hanno leggermente recuperato, risultando nel II trimestre 2013 29 punti percentuali più bassi del I 2008.

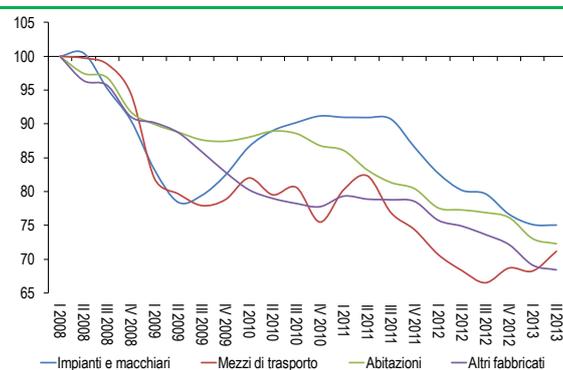
I contributi delle singole componenti alla crescita del Pil in Italia

(valori %)



Gli investimenti in Italia per tipologia di prodotto

(I trimestre 2008=100; valori concatenati)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Nel confronto tra il II trimestre 2013 e il I 2008, i 27 punti complessivamente persi dagli investimenti sono spiegati per 8,3 punti dai macchinari, per 7,8 dalle costruzioni non residenziali e per 7,6 dalle abitazioni. Meno ampio il contributo negativo dei mezzi di trasporto (-2,7 punti).

I servizi, più che il manifatturiero, dietro il calo degli investimenti

Diviene a questo punto interessante andare ad analizzare la dinamica degli investimenti per branca proprietaria, cercando di comprendere quali sono quei settori dell'economia che maggiormente hanno ridotto la spesa per investimenti durante la crisi. Analizzando i dati annuali, non essendo disponibili quelli su base trimestrale per branca proprietaria, emerge come, sebbene tutti i settori abbiano registrato flessioni significative, vi siano differenze in termini di ampiezza ma soprattutto in termini di andamento sperimentato nel corso degli ultimi cinque anni.

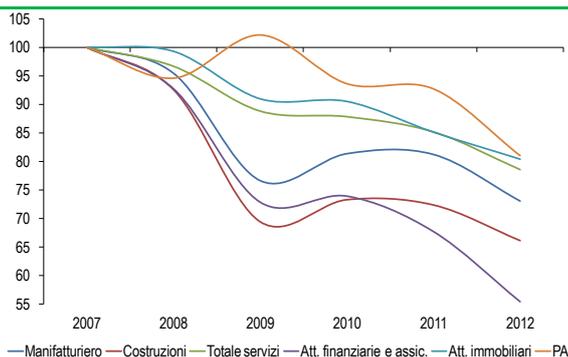
Nel comparto manifatturiero, come anche in quello delle costruzioni, l'ampio calo registrato nella prima parte della crisi era stato seguito da una moderata ripresa, risultata non sufficiente a recuperare interamente quanto perso, interrotta da quest'ultima recessione, che ha portato il calo complessivo degli investimenti, nel confronto tra il 2012 e il 2007, a 27 punti percentuali per il manifatturiero e a 34 punti per le costruzioni.

Diverso l'andamento nei servizi. Sebbene complessivamente meno intensa (-21,5%), la riduzione degli investimenti ha interessato ininterrottamente tutti gli ultimi cinque anni. Il calo è risultato molto forte nel comparto delle attività finanziarie e assicurative, con una flessione di quasi il 50%. Particolarmente intensa è stata anche la caduta nel

segmento del commercio, trasporto, immagazzinaggio, alloggio e ristorazione (-26%) e in quello delle attività professionali (-27%), mentre una contrazione meno rilevante ha interessato il comparto dell'informazione e comunicazione (-8%). Nel settore delle attività immobiliari, che ha un peso significativo sul totale degli investimenti, la flessione della spesa si è avvicinata al 20%.

Gli investimenti in Italia per branca proprietaria

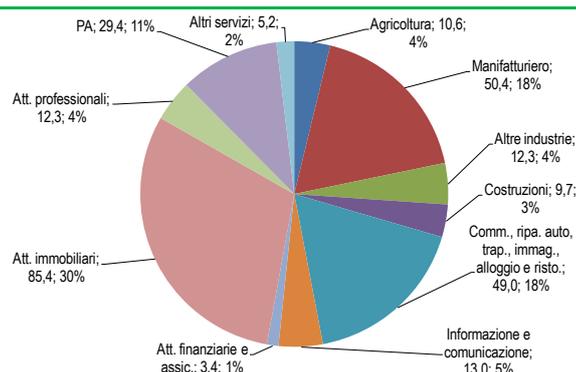
(valori concatenati; 2007=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Gli investimenti in Italia per branca proprietaria

(valori correnti; % del totale; anno 2012)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Una riflessione a parte merita la Pubblica amministrazione. Negli ultimi tre anni, l'esigenza di condurre il bilancio su un sentiero di stabilità ha penalizzato in maniera significativa le decisioni di investimento. Dopo un calo dell'8% nel 2010, ed una moderata flessione nel 2011 (-1%), durante lo scorso anno si è assistito ad un taglio degli investimenti pubblici superiore al 10% in termini reali. Estendendo l'osservazione ad un periodo più lungo, emerge come la riduzione degli investimenti pubblici sia iniziata ben prima dello scoppio della crisi, con un calo ininterrotto che, con l'esclusione del 2009, ha interessato tutti gli ultimi otto anni. Nel confronto tra il 2012 e il 2004, gli investimenti pubblici si sono ridotti di quasi un quarto in termini reali.

Degli oltre 23 punti percentuali persi dagli investimenti durante gli ultimi cinque anni, poco più di 5 sono spiegati dal manifatturiero, mentre i servizi hanno sottratto quasi 15 punti. All'interno dei servizi, intorno ai 5 punti è risultato il contributo negativo del commercio, trasporto, immagazzinaggio, alloggio e ristorazione, ampiezza simile a quello delle attività immobiliari. La riduzione degli investimenti pubblici spiega, invece, quasi 2 punti della flessione complessiva.

Appare interessante a questo punto vedere come questi andamenti abbiano modificato il peso di ciascun settore nella composizione dei flussi annuali di investimenti in Italia. A livello di macro settori, i servizi hanno assorbito circa il 70% dei 280 miliardi di euro investiti in Italia nel 2012. Il comparto con il peso maggiore è stato quello delle attività immobiliari, che, con oltre 85 miliardi, ha coperto poco più del 30% del totale, con un aumento di 2 punti rispetto al 2007. In questo segmento gli investimenti si concentrano per la quasi totalità nelle abitazioni. Negli ultimi cinque anni, si è, invece, assistito ad una perdita di importanza del manifatturiero, il cui peso sul totale degli investimenti è sceso di 1 punto, posizionandosi al 18%. Oltre il 70% dei circa 50 miliardi di euro investiti dalle imprese manifatturiere sono destinati all'acquisto di macchinari, mentre più del 10% è impiegato in costruzioni non residenziali. Durante lo scorso anno, la pubblica amministrazione, con una spesa complessiva di quasi 30 miliardi di euro, ha

assorbito il 10,5% del totale, un peso più alto di quello del 2007 (9,7%), ma più basso di quello del 2009 (11,8%). La spesa pubblica per investimenti interessa per circa il 70% i fabbricati non residenziali, con un peso non significativo, ma importante, dei macchinari.

Uno stock di capitale sempre meno produttivo

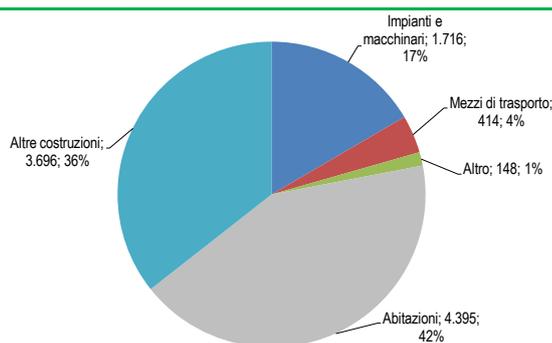
I dati sui flussi fin qui esaminati ci dicono, dunque, che la quantità di nuovi investimenti effettuati in Italia si è ridotta sensibilmente negli anni della crisi. Per capire, però, a fondo quanto tutto ciò abbia inciso sulle capacità del sistema produttivo di generare ricchezza è necessario passare dall'esame dei flussi all'analisi degli stock.

Lo stock complessivo di capitale investito nell'economia italiana, valutato al costo di sostituzione e al lordo degli ammortamenti, nel 2012 si è avvicinato ai 10.400 miliardi di euro, pari a 6,6 volte il Pil a prezzi correnti. Per comprendere quanto sta accadendo all'economia occorre, però, seguirne l'andamento nel corso degli anni. Il rapporto tra stock di capitale e Pil ha iniziato a crescere nella prima parte degli anni Duemila, passando da un valore intorno a 5 volte a un livello di 5,6 nel 2007. Le 6,6 volte toccate nel 2012 rappresentano di gran lunga il dato più alto degli ultimi venti anni. Un rapporto stock di capitale/Pil in aumento segnala una diminuzione della capacità del sistema produttivo di generare ricchezza.

Interessanti indicazioni, a conferma di questa considerazione, emergono analizzando la composizione dello stock di capitale lordo per tipologia di bene. Negli ultimi dieci anni si è ridotto il peso dei macchinari, dal 18,8% del 2001 al 16,5% del 2012, come pure quello dei mezzi di trasporto, dal 4,2% al 4%. Viceversa è cresciuta l'importanza delle costruzioni. Nel 2001, le abitazioni rappresentavano il 41,1% dello stock complessivo; nel 2012, si è saliti al 42,4%. Stesso andamento per le costruzioni non residenziali, il cui peso è passato dal 34,1% al 35,6%.

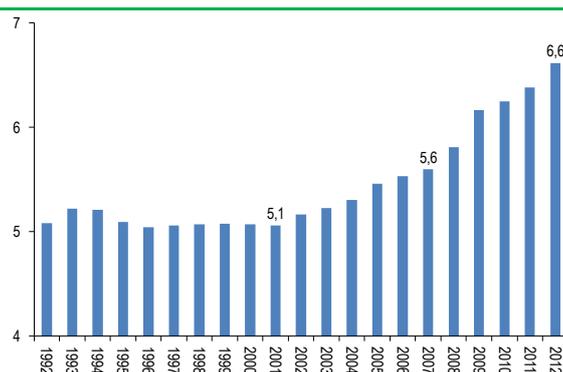
Lo stock di capitale lordo degli investimenti in Italia

(miliardi di euro; % del totale)



Il rapporto tra lo stock di capitale lordo degli investimenti e il Pil in Italia

(valori correnti)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Su 10.400 miliardi di euro di capitale investito in Italia, 1.700 è il valore dei macchinari, 400 quello dei mezzi di trasporto, 4.400 quello delle abitazioni e 3.700 quello delle costruzioni non residenziali. Guardando all'interno di quest'ultima voce, dal 2001 al 2012 il valore è aumentato di poco più di 1.500 miliardi di euro. La Pubblica amministrazione copre circa un terzo di questo incremento, segnalando il ruolo

importante degli uffici nello spiegare l'aumento del valore delle costruzioni non residenziali in Italia negli ultimi anni.

Dal 2001 al 2012, il valore dello stock di capitale lordo è aumentato complessivamente di poco più di 4mila miliardi di euro. Oltre l'80% di questo maggior valore è spiegato dalle costruzioni, mentre i macchinari coprono poco più del 10% dell'aumento. Un capitale investito divenuto con il passare degli anni sempre meno produttivo. Questa considerazione trova conferma passando dai valori lordi dello stock a quelli netti, escludendo dalla valutazione al costo di sostituzione il deperimento del bene misurato dall'ammortamento. Nei quindici anni precedenti la crisi, il valore del capitale netto era cresciuto ad un ritmo medio annuo prossimo al 5%. Negli ultimi quattro anni, il tasso di crescita si è quasi dimezzato. Emerge, inoltre, un dato preoccupante: nel 2012, per la prima volta negli ultimi venti anni, il valore dello stock di capitale netto di macchinari ha registrato una flessione. I nuovi investimenti non sono stati sufficienti a compensare l'invecchiamento del capitale esistente. Questa è una tendenza che per i mezzi di trasporto è in essere da ormai 4 anni. Il peso dei macchinari sul totale dello stock netto di capitale si è ridotto di 2 punti percentuali negli ultimi dieci anni, scendendo al di sotto del 15%, il valore più basso dall'inizio degli anni Novanta. Il peso delle costruzioni è, invece, ulteriormente salito, superando l'80%.

Meno macchinari, meno mezzi di trasporto, più uffici: una rappresentazione del capitale investito in Italia che genera qualche preoccupazione. Se questa è l'evoluzione che ha interessato gli investimenti in Italia negli ultimi anni appare opportuno concentrarsi sul comparto delle imprese, per cercare di comprendere le motivazioni dietro questo calo degli investimenti produttivi, che assume rilevanza pensando alle difficoltà che il Paese sta incontrando nel cercare di tornare su un sentiero di solida crescita economica.

Investimenti delle imprese frenati dall'incertezza

Le decisioni di investimento delle imprese risentono di molti fattori. Pesa l'evoluzione delle condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali, come anche lo sviluppo dei mercati dei capitali e la disponibilità e il costo delle risorse finanziarie. Oltre a questi aspetti di natura economico-finanziaria, entrano, però, in gioco anche altri elementi che influenzano il comportamento degli imprenditori.

In quest'ultimo periodo, un ruolo significativo nello spiegare l'evoluzione delle decisioni di investimento sembra debba essere attribuito non solo alle attese sulle condizioni economiche future quanto anche alla possibilità per l'imprenditore di comprendere con facilità il contesto nel quale si trova ad operare. I dati sulla redditività delle imprese, quelli sulla propensione ad investire e quelli sulle disponibilità liquide accantonate a scopi precauzionali, guardati nel loro insieme, rafforzano tale considerazione.

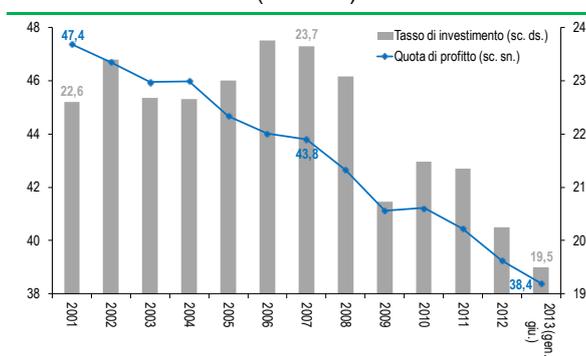
All'inizio degli anni Duemila, la quota di profitto delle imprese italiane, misurata come rapporto tra risultato lordo di gestione e valore aggiunto, era superiore al 47%. Negli stessi anni, le imprese destinavano più del 22% del valore aggiunto prodotto alla realizzazione di nuovi investimenti. Già prima della crisi, la capacità delle imprese italiane di generare reddito aveva, però, cominciato ad indebolirsi. Tra il 2001 e il 2007, la quota di profitto si era ridotta di 3,6 punti percentuali, scendendo dal 47,4% al 43,8%. Nonostante una redditività dell'attività di impresa in calo, il tasso di investimento aumentava. La quota di valore aggiunto destinata dalle imprese italiane agli investimenti passò, infatti, dal 22,6% del 2001 al 23,7% del 2007. Quelli erano, però, anni nei quali l'economia mondiale cresceva rapidamente, la Cina aumentava il proprio Pil del 10% l'anno e il commercio mondiale si sviluppava velocemente. Era, dunque, semplice per l'imprenditore comprendere lo scenario ed orientarsi nelle scelte. La crisi

ha cambiato radicalmente il modo di guardare al futuro, ma soprattutto la capacità di comprendere il presente.

Negli ultimi anni, la quota di profitto delle imprese si è ulteriormente ridotta, scendendo dal 43,8% del 2007 al 39,3% del 2012. Il peggioramento non appare, però, molto più intenso di quello sperimentato negli anni precedenti. Tra il 2001 e il 2007, la quota di profitto delle imprese italiane si era, infatti, ridotta dello 0,6% medio annuo, solo 0,3 punti percentuali in meno di quanto registrato tra il 2008 e il 2012. Dallo scoppio della crisi, le imprese hanno, però, iniziato a ridurre sensibilmente il tasso di investimento, sceso dal 23,7% del 2001 al 20,3% del 2012.

La quota di profitto e il tasso di investimento delle imprese italiane

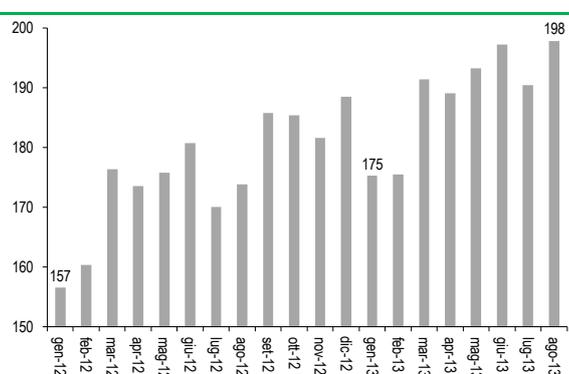
(valori %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

I depositi bancari delle imprese italiane

(miliardi di euro)



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

Ovviamente il forte calo dell'attività produttiva, e la conseguente flessione del fatturato, hanno comportato un'esigenza di minore capacità produttiva e, quindi, una ridotta necessità di nuovi investimenti. La caduta degli investimenti trova, spesso, una spiegazione anche nel processo di delocalizzazione produttiva. In realtà, i dati sembrano suggerire come, sebbene lo spostamento di parte della produzione all'estero abbia influenzato le decisioni di investimento interne, a questo processo non possa essere attribuito un peso significativo. Le ultime informazioni disponibili sulle imprese a controllo nazionale residenti all'estero riferite al 2010 mostrano, infatti, come queste producano un fatturato pari solo a poco più del 10% del volume delle vendite generato internamente. Questa media è, inoltre, il risultato di ampie differenze a livello settoriale. Le imprese localizzate all'estero si concentrano, infatti, nel manifatturiero, con un rapporto tra fatturato prodotto all'estero e valore interno che supera il 50% nella fabbricazione di autoveicoli. Come visto in precedenza, il manifatturiero copre, però, solo il 18% dei nuovi investimenti effettuati nel 2012 e spiega solo 5 dei 23 punti percentuali di calo degli investimenti registrato in termini reali tra il 2007 e il 2012.

Il peggioramento delle condizioni economiche e il processo di delocalizzazione sembrano, dunque, non sufficienti a spiegare interamente una riduzione di circa un quarto degli investimenti. Vi sono, dunque, altri elementi. Le imprese italiane soffrono la crescente difficoltà nel prevedere quanto potrà accadere nei prossimi mesi, ma soprattutto l'impossibilità di comprendere con un certo grado di stabilità ed affidabilità il contesto esterno nel quale si trovano ad operare, inteso con un'accezione ampia, con

riferimento anche all'aspetto normativo e fiscale che regola e guida l'attività imprenditoriale.

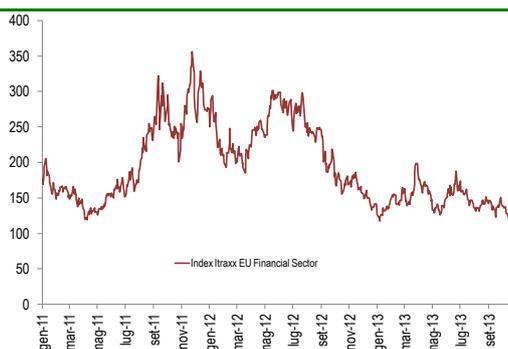
Questa difficoltà nel comprendere lo scenario porta le imprese verso scelte precauzionali evitando l'assunzione di nuovi rischi imprenditoriali. Tale considerazione appare evidente analizzando l'andamento dei depositi bancari delle imprese italiane. Dall'inizio dello scorso anno si è assistito ad un sensibile incremento delle risorse accantonate sotto forma di liquidità: i depositi sono passati da 157 miliardi di euro di gennaio 2012 a 175 miliardi a gennaio 2013, per poi avvicinarsi ai 200 miliardi ad agosto di quest'anno. Oltre 40 miliardi di euro accantonati in forme di investimento liquide, sottratti ad impieghi produttivi, che rappresentano circa il 20% del totale degli investimenti realizzati dalle imprese italiane nel 2012.

Nell'analizzare questi dati è opportuno sottolineare come l'accumulo non produttivo di liquidità si sia intensificato negli ultimi mesi, periodo nel quale le imprese italiane hanno cominciato a beneficiare dei primi rimborsi dei debiti commerciali della Pubblica amministrazione. In una recente indagine della Banca d'Italia, i cui risultati sono stati commentati nel Bollettino economico di ottobre, viene mostrato come una quota maggioritaria delle imprese abbia indicato quale destinazione prevalente dei fondi recuperati dalla Pubblica amministrazione il pagamento di fornitori e dipendenti. Una volta regolarizzate le posizioni debitorie in essere, la preoccupazione e l'incertezza hanno guidato l'impiego delle risorse ulteriormente disponibili: nel totale dell'industria e dei servizi meno del 4% delle imprese intervistate ha dichiarato di aver utilizzato queste risorse per nuovi investimenti, mentre l'8% ha affermato di averle destinate all'aumento delle riserve di liquidità.

L'incertezza crescente sposta, dunque, gli imprenditori da quelli che dovrebbero essere comportamenti normali volti all'assunzione di un rischio d'impresa a comportamenti precauzionali volti a rimanere fermi in attesa di un contesto più facilmente comprensibile. Come le famiglie accrescono la propensione al risparmio, così le imprese aumentano gli accantonamenti liquidi per scopi precauzionali.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

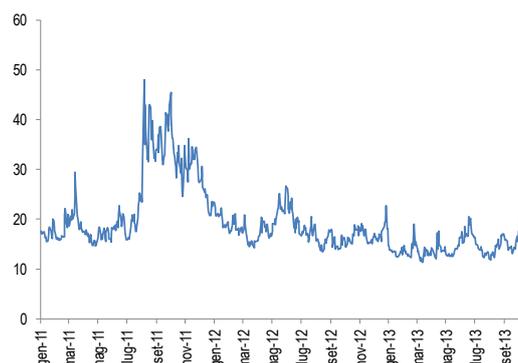
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio passano da 122 pb a 124 pb.

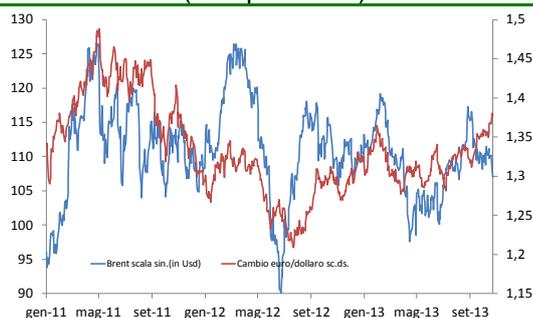
Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix nell'ultima settimana rimane stabile a 13.

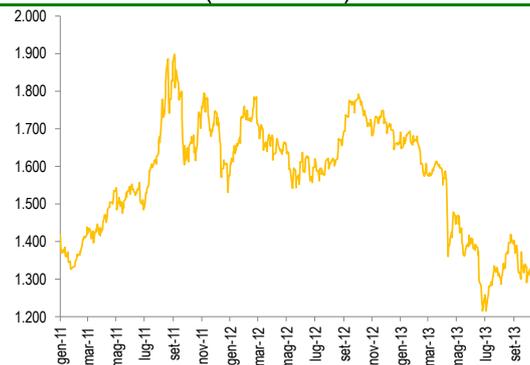
Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ a 1,38. Il petrolio di qualità Brent quota \$107 al barile.

Prezzo dell'oro (Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro sale da 1.316 a 1.346 dollari l'oncia.

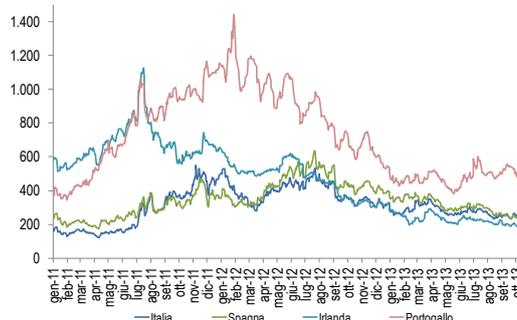
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib torna sotto quota 19.000.

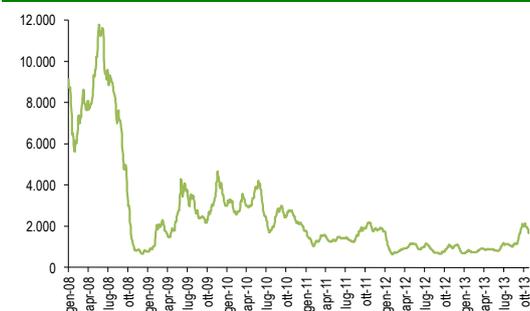
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania
(punti base)**



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 457 pb per il Portogallo, 174 pb per l'Irlanda, 240 pb per la Spagna e 246 pb per l'Italia.

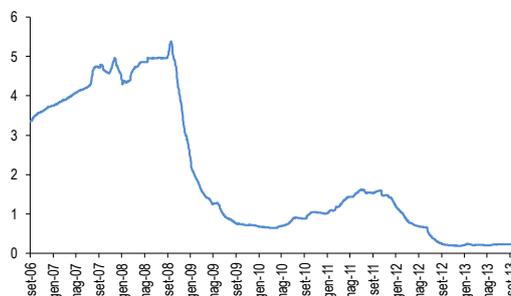
Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry nell'ultima settimana scende da 1.900 a 1.670.

**Euribor 3 mesi
(val. %)**



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m resta stabile poco oltre 0,20%.

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.

