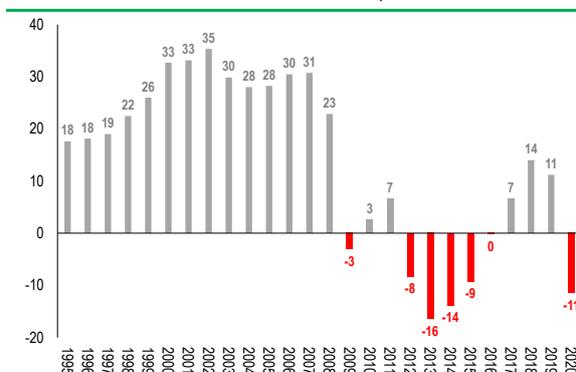


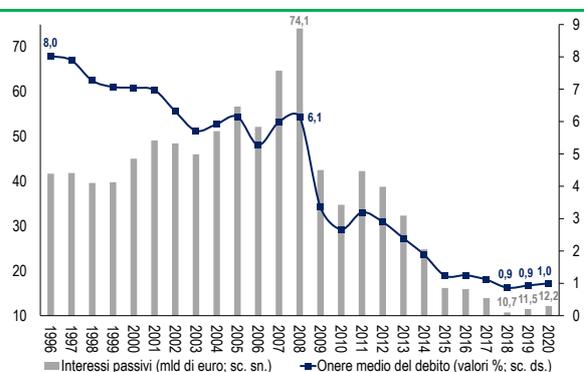
## Gli investimenti netti delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro; investimenti al netto degli ammortamenti)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

## Gli interessi passivi nei bilanci delle società non finanziarie italiane



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

Nel 2020, **le imprese italiane hanno provato a contrastare gli effetti sui conti della caduta della produzione**. Si è ridotto il peso dei costi di produzione, mentre è aumentato quello del costo del lavoro, arrivato ad assorbire più del 56% del valore aggiunto prodotto. **Le imprese hanno anche tratto beneficio dal basso livello dei tassi**, con l'onere medio del debito stabile intorno all'1%, mentre l'aumento dei debiti finanziari ha comportato un aumento della spesa per interessi.

**La crescente complessità ha penalizzato gli investimenti delle imprese**, tagliati di circa il 12%, con il tasso di investimento sceso sotto il 21%, segnalando una carenza di quasi 20 miliardi di euro in termini di spesa annuale a parità di valore aggiunto. **Non si tratta, però, di un problema di risorse. Il saldo dei depositi ha superato i 425 miliardi di euro.**

I conti delle imprese mostrano anche gli effetti di un **profondo processo di internazionalizzazione**. Nel corso degli anni è aumentato l'investimento in azioni e partecipazioni di società residenti all'estero, con l'obiettivo di cogliere nuove opportunità, sia produttive che commerciali. Gli ultimi dati parlano di quasi 24mila imprese estere a controllo nazionale, che impiegano 1,8 milioni di addetti. **Una solida base per sfruttare una ripresa che a livello mondiale appare robusta, sebbene diseguale.**

**n. 15**

**24 maggio 2021**



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca  
per un mondo  
che cambia

## 2020: un anno complesso per le imprese italiane

P. Ciocca<sup>1</sup>  [paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

I conti economici delle società non finanziarie mostrano come, durante lo scorso anno, le imprese italiane abbiano provato a contrastare le difficoltà del periodo cercando di rendere più efficiente il processo produttivo. I costi sono stati tagliati più di quanto si sia ridotto il valore della produzione, beneficiando anche dell'andamento favorevole dei prezzi di alcuni input produttivi e riuscendo a contenere leggermente la caduta del valore aggiunto.

Scendendo lungo il conto economico emerge, però, la difficoltà delle imprese italiane nell'adeguare il costo del lavoro al mutato contesto. Le società non finanziarie sono arrivate a destinare al pagamento delle retribuzioni lorde e dei contributi sociali più del 56% del valore aggiunto prodotto, penalizzando il risultato lordo di gestione, misura del margine operativo.

Il tasso di profitto delle società non finanziarie, misura della redditività dell'attività d'impresa, calcolato come rapporto tra il risultato lordo di gestione e il valore aggiunto, è cresciuto leggermente, beneficiando anche dei maggiori contributi alla produzione. Il livello raggiunto, superiore al 42%, risulta, però, molto lontano dai livelli dell'inizio degli anni Duemila.

Durante lo scorso anno, le imprese italiane hanno tratto beneficio dal basso livello dei tassi, con l'onere medio del debito stabile intorno all'1%, mentre l'aumento dei debiti finanziari, favorito dalle misure pubbliche di sostegno, ha comportato un aumento della spesa per interessi. Il reddito lordo da impresa, misura che approssima l'utile prima delle imposte sui redditi della contabilità aziendale, si è ridotto meno del valore della produzione, grazie anche alla minore imposizione fiscale.

La crescente complessità ha penalizzato gli investimenti delle imprese, tagliati di circa il 12%, con il tasso di investimento sceso sotto il 21%, segnalando una carenza di quasi 20 miliardi di euro in termini di spesa annuale a parità di valore aggiunto. Anche nel 2020, come già accaduto in sei degli undici anni precedenti, i nuovi investimenti non sono stati sufficienti neanche a compensare l'invecchiamento del capitale esistente, misurato dall'ammortamento. Non si tratta, però, di un problema di risorse. Nei conti delle imprese emergono, infatti, disponibilità finanziarie destinate dalle società a differenti finalità, con il saldo dei depositi che a settembre 2020 ha superato i 425 miliardi di euro.

I conti delle imprese mostrano anche gli effetti di un profondo processo di internazionalizzazione. Nel corso degli anni è aumentato l'investimento in azioni e partecipazioni di società residenti all'estero, con l'obiettivo di cogliere nuove opportunità, sia produttive, in termini di minori costi, che commerciali, grazie ad una crescente domanda. Gli ultimi dati parlano di quasi 24mila imprese estere a controllo nazionale, che impiegano 1,8 milioni di addetti. Una solida base per sfruttare una ripresa che a livello mondiale appare robusta, sebbene diseguale.

I conti economici per settori istituzionali dell'Istat permettono una prima riflessione sui risultati delle società non finanziarie italiane durante la crisi dello scorso anno. Nel leggere questi numeri occorre, però, avere bene in mente alcuni aspetti che

---

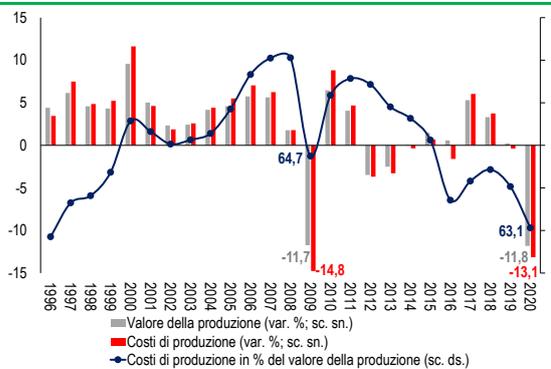
<sup>1</sup> Economist, Servizio Studi BNL – Gruppo BNP Paribas, le opinioni espresse impegnano unicamente l'autore.

caratterizzano queste elaborazioni. Prima di tutto, non trattandosi di veri e propri dati di bilancio, i valori ottenuti dai diversi indicatori devono essere considerati come rappresentativi di una tendenza, piuttosto che come indicativi di un livello comparabile con dati singoli. Nel leggere i numeri relativi al 2020 occorre anche tener conto della particolarità a livello settoriale di quanto accaduto durante lo scorso anno, con alcuni comparti che hanno sofferto in maniera drammatica il crollo della domanda a fronte di altri settori che sono, invece, riusciti a trarre beneficio dalla situazione esterna. I dati medi relativi al sistema nel suo complesso nascondono, quindi, al loro interno variazioni significative. Un ultimo aspetto da considerare, le società non finanziarie sono per la gran parte aziende non quotate nei mercati regolamentati. Nei conti finanziari della Banca d'Italia, a settembre 2020, dei poco più di 1.720 miliardi di euro di valore attribuiti alle azioni e partecipazioni rappresentative del capitale delle società non finanziarie, solo 320 sono riferiti a società quotate.

### 2020: soffre la produzione, migliora l'efficienza delle imprese italiane

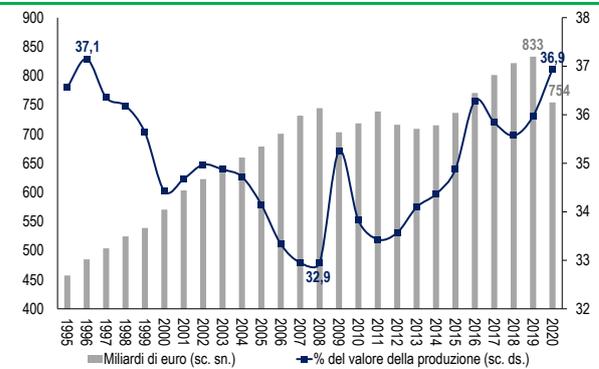
Nel 2020, il valore della produzione delle società non finanziarie italiane è sceso dai 2.316 miliardi di euro del 2019 a 2.043. Una flessione prossima al 12%, simile per ampiezza a quella del 2009, ma pari a circa il doppio di quella della recessione 2012-13. Un calo più ampio ha, invece, interessato i costi di produzione, scesi di poco più del 13%, da 1.483 a 1.288 miliardi. L'incidenza dei costi sul valore della produzione si è, quindi, ridotta di un punto percentuale, scendendo intorno al 63%, il valore più basso dal 1995 e 4 punti percentuali sotto il massimo del 2008.

**La struttura produttiva nei bilanci delle società non finanziarie italiane**



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

**Il valore aggiunto delle società non finanziarie italiane**



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Seguendo l'andamento nel tempo di questo indicatore emerge come durante tutte le recessioni vissute negli ultimi anni le imprese italiane abbiano reagito alla brusca caduta dei volumi produttivi contenendo i costi e provando a migliorare l'efficienza dell'intera struttura. Un processo purtroppo interrotto durante le fasi di ripresa.

Oltre le positive azioni poste in essere dalle imprese, la minore incidenza dei costi sul valore della produzione è, però, anche il risultato del calo dei prezzi di alcuni input produttivi, conseguenza della profonda recessione mondiale dello scorso anno. Il prezzo del petrolio è, ad esempio, sceso dai 64 dollari al barile medi del 2019 a 43, con un vantaggio per le imprese italiane che, tenendo conto anche del moderato rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro, ha superato il 30% rispetto all'anno precedente, con i prezzi alla produzione scesi di quasi il 3,5%.

Nonostante questa attenta gestione del processo produttivo, la brusca caduta dell'attività ha, però, portato nel 2020 ad un calo prossimo al 9,5% del valore aggiunto, sceso da 833 a 754 miliardi di euro, erodendo i guadagni conseguiti nei quattro anni precedenti. La flessione è, comunque, risultata inferiore a quella della produzione, favorendo l'aumento al 37% del rapporto tra valore aggiunto e valore della produzione, vicino al massimo della seconda metà degli anni Novanta.

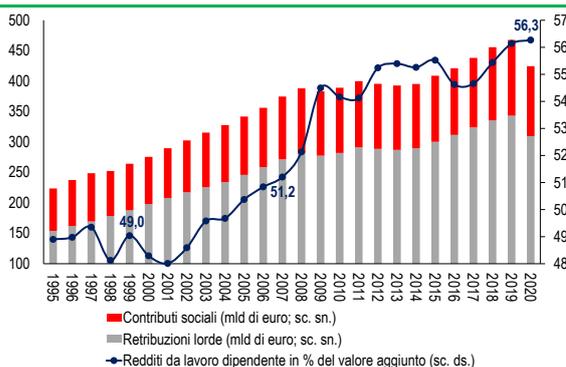
### Il costo del lavoro penalizza la redditività delle imprese

Scendendo lungo il conto economico emerge, però, un elemento di attenzione, che da tempo caratterizza i conti delle imprese italiane. Anche durante lo scorso anno, le società non finanziarie, se da un lato sono riuscite a contenere la dinamica dei costi produttivi, da un altro lato hanno mostrato una persistente difficoltà nell'adeguare il costo del lavoro al mutato contesto economico.

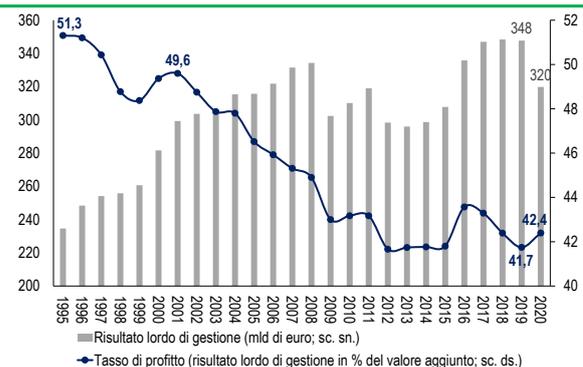
Nel 2020, i redditi da lavoro dipendente erogati dalle società non finanziarie si sono ridotti del 9,2%, come risultato di un calo prossimo al 10% delle retribuzioni lorde ed una flessione del 7,6% dei contributi sociali. In valore, il costo del lavoro è passato dai 468 miliardi di euro del 2019 a 425. Negli ultimi venticinque anni, solo nel 2009, nel 2012 e nel 2013 era stato registrato un calo dei redditi da lavoro, ma la flessione si era fermata sempre intorno all'1%.

Durante lo scorso anno, la riduzione del costo del lavoro è, però, risultata meno ampia di quella del valore aggiunto, proseguendo una dinamica che ha caratterizzato gli ultimi venti anni, accentuandosi con lo scoppio della crisi del 2008. Nel confronto tra il 2019 e il 2007, il valore aggiunto è aumentato di quasi il 15%, mentre i redditi da lavoro erogati del 25%. Il peso del costo del lavoro sul valore aggiunto, dopo essere salito dal 48% del 2001 al 52% del 2008, ha, quindi, superato leggermente il 56% nel 2019, per poi crescere ulteriormente nel 2020.

**Il costo del lavoro nei bilanci delle società non finanziarie italiane**



**Il tasso di profitto delle società non finanziarie italiane**



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

La non favorevole dinamica dei redditi da lavoro ha penalizzato il risultato lordo di gestione. Questa misura del margine operativo lordo delle imprese è scesa da 348 a 320 miliardi di euro, una flessione dell'8% meno ampia di quella del valore aggiunto. Il risultato lordo di gestione ha, infatti, tratto beneficio sia dal calo superiore al 15% delle imposte sulla produzione che dalle misure di sostegno all'attività economica approvate per contrastare la recessione, che hanno portato ad un aumento dei contributi alla

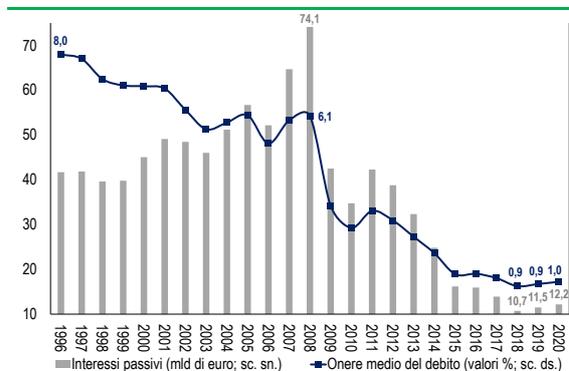
produzione prossimo a 3,5 miliardi. Il tasso di profitto delle società non finanziarie, misurato dal rapporto tra il risultato lordo di gestione e il valore aggiunto, è, dunque, leggermente aumentato, salendo da 41,7% a 42,4%. Si può stimare che al netto delle due componenti straordinarie, conseguenza della situazione economica generale, il tasso di profitto avrebbe registrato una moderata flessione rispetto al 2019, scendendo sui livelli più bassi dal 1995.

Negli ultimi anni, la redditività lorda delle imprese italiane, misurata dal tasso di profitto, è rimasta stabile intorno al 42%, un livello molto più basso di quello della seconda metà degli anni Novanta. Quasi 9 punti di minore redditività equivalgono, a parità di valore aggiunto, ad un risultato lordo di gestione più basso di circa 65 miliardi di euro. Una perdita che è sia la conseguenza delle tre recessioni che si sono susseguite a partire dal 2008, che il risultato del peso crescente del costo del lavoro, che ha più che compensato la minore incidenza dei costi di produzione.

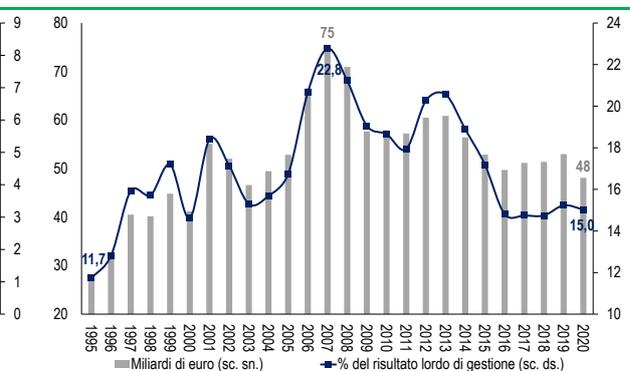
### Meno interessi e meno tasse nei conti delle imprese

Durante lo scorso anno, i conti delle imprese italiane hanno tratto beneficio dal basso livello dei tassi di interesse, risultato di una politica monetaria divenuta ancora più espansiva per contrastare gli effetti della recessione. Il rendimento del titolo pubblico italiano a dieci anni è sceso dall'1,9% medio del 2019 all'1,1% del 2020. I tassi di interesse bancari sulle nuove operazioni a società non finanziarie sono passati dall'1,4% medio del 2019 all'1,2% del 2020.

**Gli interessi passivi nei bilanci delle società non finanziarie italiane**



**La tassazione nei bilanci delle società non finanziarie italiane**



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

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

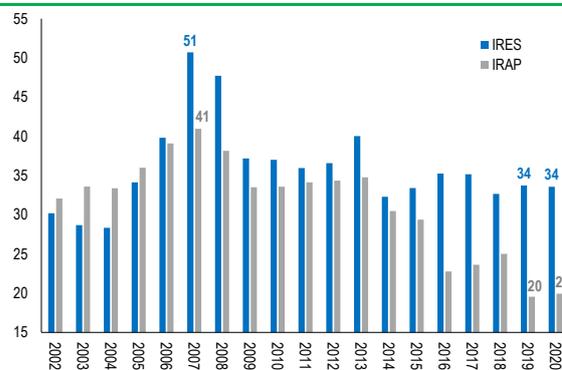
Gli interessi passivi pagati dalle imprese italiane avevano raggiunto il massimo nel 2008, avvicinandosi ai 75 miliardi di euro ed arrivando ad assorbire più di un quinto del risultato lordo di gestione, circa 7 punti percentuali più della seconda metà degli anni Novanta, come conseguenza dell'aumento dei debiti finanziari, passati da poco più di 560 miliardi nel 1998 a quasi 1.270 nel 2008, mentre l'onere medio del debito si era stabilizzato intorno al 6%. Dallo scoppio della crisi finanziaria del 2008, il peso degli oneri finanziari sul risultato lordo di gestione è crollato, scendendo sotto il 4% nel 2018. Una dinamica che è il risultato sia della riduzione dei debiti finanziari, che dopo aver raggiunto i 1.350 miliardi nel 2012 sono scesi sotto i 1.220 nel 2019, che, soprattutto, della brusca flessione dell'onere medio del debito, passato da oltre il 6% del 2008 all'1%. Nel

confronto tra il 2019 e il 2008, il risparmio per le imprese in termini di minori interessi passivi è superiore ai 60 miliardi.

Nel 2020, gli effetti positivi del calo dei tassi sono stati, però, in parte compensati dall'aumento del debito. Gli interventi pubblici di sostegno alla liquidità, come le garanzie prestate dal Fondo Centrale di garanzia o le moratorie sui prestiti bancari, hanno favorito la crescita dell'indebitamento, interrompendo il processo di rafforzamento patrimoniale che aveva caratterizzato gli otto anni precedenti, con il leverage delle società non finanziarie aumentato di circa 2 punti percentuali. Gli interessi passivi sono, quindi, cresciuti di quasi il 6%, passando da 11,5 a 12,2 miliardi, con l'onere medio del debito stabile intorno all'1%.

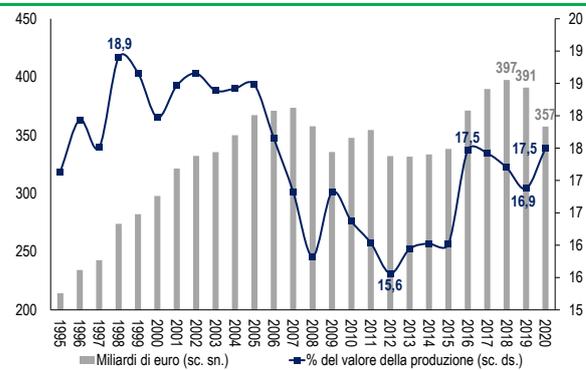
### La tassazione delle imprese italiane

(miliardi di euro; entrate tributarie)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati MEF

### Il reddito lordo da impresa delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Nel 2020, le società non finanziarie hanno tratto beneficio anche dalla sensibile riduzione della tassazione complessiva, scesa da 53 a 48 miliardi di euro, il valore più basso degli ultimi venti anni. Il peso delle imposte e tasse sul risultato lordo di gestione è rimasto stabile intorno al 15%. Un livello che ha caratterizzato gli ultimi cinque anni, grazie alla flessione significativa che ha interessato il periodo successivo alla crisi del 2008. Nel 2007, le società non finanziarie erano, infatti, arrivate a pagare 75 miliardi di euro di tasse, destinandovi oltre un quinto del risultato lordo di gestione. Il calo degli ultimi anni è il frutto di diverse misure, come, ad esempio, il taglio delle aliquote IRES e i cambiamenti apportati all'IRAP. I dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze, riferiti al complesso delle imprese e non solo alle società non finanziarie, confermano queste dinamiche: il gettito dell'IRES è sceso da 51 miliardi di euro nel 2007 a circa 35, mentre quello dell'IRAP è passato da 41 a 20.

Nel 2020, la flessione degli oneri finanziari, il taglio delle tasse e la migliore gestione dei costi produttivi da parte delle imprese hanno contenuto la flessione del reddito lordo da impresa, misura che approssima l'utile prima delle imposte sui redditi della contabilità aziendale al lordo sia degli ammortamenti che delle imposte sulla produzione. Questo indicatore si è ridotto dell'8,5%, una flessione inferiore a quella della produzione (-11,8%). In valore, il reddito lordo da impresa è passato da 391 a 357 miliardi di euro, erodendo i guadagni dei quattro anni precedenti. Il rapporto tra il reddito lordo da impresa e il valore della produzione è, però, leggermente aumentato, raggiungendo il 17,5%, 2 punti percentuali più del minimo degli ultimi venticinque anni toccato nel 2012, ma ancora quasi 1,5 punti sotto i livelli dell'inizio degli anni 2000.

## Pochi investimenti nei bilanci delle imprese italiane

La crisi 2020 ha reso le imprese italiane ancora più prudenti di quanto già non lo fossero divenute come conseguenza delle due precedenti recessioni, penalizzando ulteriormente le loro decisioni di investimento.

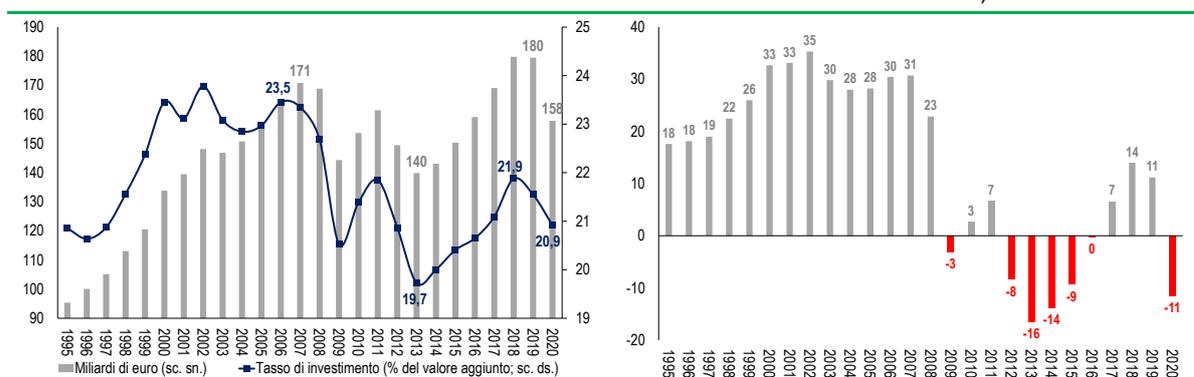
La spesa per investimenti delle società non finanziarie si era ridotta bruscamente, scendendo dai 171 miliardi di euro del 2007 ai 140 del 2013. La successiva ripresa aveva favorito un recupero, salendo a 180 miliardi nel 2018, che era, però, risultato deludente se confrontato con la dinamica del valore aggiunto. Il tasso di investimento, misurato dal rapporto tra investimenti e valore aggiunto, dopo essere crollato sotto il 20%, si era avvicinato nel 2018 al 22%, rimanendo, però, oltre 1,5 punti percentuali sotto il livello del 2007. Nel 2019, la crescente incertezza sulla situazione economica generale del Paese aveva portato a mantenere stabile la spesa per investimenti, mentre il valore aggiunto era cresciuto di quasi l'1,5%, con una nuova flessione del tasso di investimento.

La crisi del 2020 ha reso tutto ancora più complesso: gli investimenti sono stati ridotti di circa il 12%, con un taglio di oltre 20 miliardi, crollando intorno ai 160 miliardi. Il tasso di investimento è, quindi, sceso sotto il 21%, segnalando una carenza di quasi 20 miliardi in termini di minore spesa annuale a parità di valore aggiunto rispetto ai rapporti che caratterizzavano la seconda parte degli anni Duemila.

### Gli investimenti delle società non finanziarie italiane

### Gli investimenti netti delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro; investimenti al netto degli ammortamenti)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Per comprendere a fondo quanto sta accadendo agli investimenti delle imprese occorre, però, allargare il ragionamento e considerare anche gli ammortamenti, che misurano l'invecchiamento del capitale esistente. In condizioni normali, i nuovi investimenti dovrebbero essere sufficienti a compensare l'invecchiamento del capitale, oltre ad aggiungere nuova capacità produttiva. Questo è quello che accadeva con regolarità prima della crisi del 2008. Tra il 1995 e il 2008, i nuovi investimenti eccedevano gli ammortamenti di oltre 25 miliardi di euro medi annui, arrivando ad accumulare un guadagno complessivo prossimo ai 375 miliardi. Con lo scoppio della prima crisi la situazione è cambiata radicalmente. Tra il 2009 e il 2019, i nuovi investimenti non sono stati sufficienti neanche a compensare l'invecchiamento del capitale, con un ritardo totale pari a circa 10 miliardi. Nel 2020, la situazione è ulteriormente peggiorata. I 158 miliardi di nuovi investimenti si confrontano, infatti, con i 169 miliardi di ammortamenti contabilizzati nei bilanci delle società non finanziarie. Gli investimenti netti, calcolati

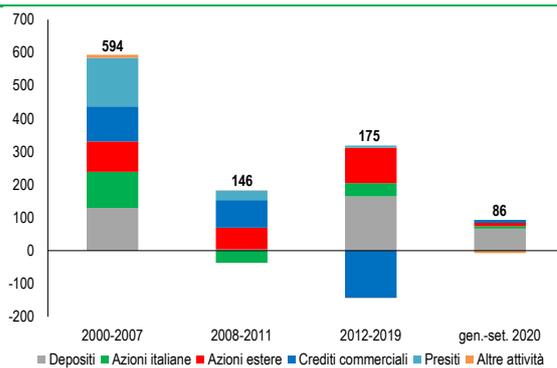
come differenza tra investimenti e ammortamenti, sono risultati negativi in sette degli ultimi dodici anni, a fronte di valori sempre ampiamente positivi nei periodi precedenti. Un cambiamento nelle scelte delle imprese che ha risvolti profondi sulle potenzialità dell'intero sistema produttivo.

### Sempre più depositi negli investimenti finanziari delle imprese italiane

I conti economici e finanziari delle imprese italiane mostrano con chiarezza come la deludente dinamica degli investimenti non sia la conseguenza della mancanza di risorse, quanto piuttosto il risultato di scelte strategiche, frutto anche della persistente incertezza sulle condizioni economiche generali. Nei conti emergono, infatti, disponibilità finanziarie destinate dalle società a finalità differenti dalla realizzazione di investimenti produttivi. Per comprendere a fondo, è utile guardare con attenzione anche quanto accaduto alle attività finanziarie possedute dalle imprese. Le crisi che si sono succedute negli ultimi tredici anni hanno, infatti, modificato i comportamenti, guidando le scelte ed influenzando la pensione al rischio.

#### Gli investimenti in attività finanziarie delle società non finanziarie italiane

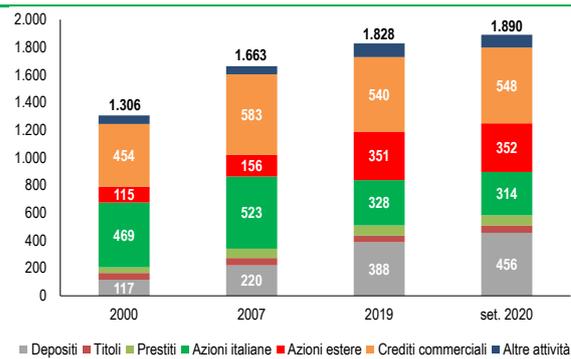
(flussi; valori cumulati; miliardi di euro)



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

#### Gli investimenti in attività finanziarie delle società non finanziarie italiane

(stock; miliardi di euro)



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

Prima che l'economia italiana iniziasse a vivere un lungo periodo caratterizzato dall'alternarsi di profonde recessioni con fasi di moderata ripresa, le imprese erano solite destinare ingenti quantità di risorse all'investimento in attività finanziarie. Tra il 2000 e il 2007, quasi 75 miliardi di euro sono stati investiti in media ogni anno, portando il valore delle attività detenute dalle società dai quasi 1.135 miliardi nel 1999 a oltre 1.660.

Tra il 2008 e il 2013, il drastico peggioramento delle condizioni economiche generali ha condotto ad un brusco taglio del flusso dei nuovi investimenti, sceso poco sopra i 10 miliardi medi annui. Il valore complessivo dell'investimento si è stabilizzato intorno ai 1.570 miliardi, risentendo anche dell'andamento deludente delle quotazioni, conseguenza delle due recessioni.

Negli anni successivi, la situazione è sensibilmente migliorata. La moderata ripresa che ha caratterizzato il periodo 2014-19 ha consentito alle imprese italiane di investire in attività finanziarie più di 40 miliardi di nuove risorse in media ogni anno, portando il valore complessivo dell'investimento oltre i 1.800 miliardi. Un trend di rafforzamento che si è ulteriormente consolidato nel 2020, nonostante la severità della crisi vissuta dall'economia italiana. Nei soli primi nove mesi, le società non finanziarie sono riuscite

ad accantonare in attività finanziarie oltre 85 miliardi avvicinandosi ai 1.900 miliardi di valore dell'investimento. Nonostante le profonde difficoltà che hanno caratterizzato gli ultimi tredici anni, le imprese sono, dunque, riuscite tra il 2008 e il 2020 ad investire in attività finanziarie oltre 400 miliardi di euro. Un importo inferiore ai quasi 600 del periodo 2000-07, ma, comunque, significativo se si tiene conto che nell'insieme del periodo considerato gli investimenti netti complessivi, dati dalla differenza tra investimenti e ammortamenti, sono risultati solo di poco superiori allo zero.

Quanto accaduto negli ultimi tredici anni, oltre ad aver influenzato i flussi di nuovi investimenti in attività finanziarie, ha anche guidato le scelte delle società su come allocare le risorse disponibili. La persistente incertezza, conseguenza delle profonde recessioni sofferte, ha orientato le imprese sempre più verso la creazione di riserve di liquidità da utilizzare in caso di necessità, ulteriormente penalizzando la realizzazione di nuovi investimenti produttivi. Tra il 2014 e il 2019, nonostante la moderata ripresa, le società non finanziarie italiane hanno accantonato nei depositi oltre 20 miliardi di euro in media ogni anno. Nel 2020, questa tendenza si è ulteriormente accentuata, con più di 65 miliardi finiti nei depositi nei soli primi nove mesi, con il saldo che ha superato i 425 miliardi, più del doppio dei meno di 200 del 2008.

### **Imprese italiane sempre più internazionalizzate**

I numeri sulle attività finanziarie delle imprese, oltre ad aiutare a comprendere meglio la deludente dinamica degli investimenti, sono utili anche per evidenziare alcuni cambiamenti nelle scelte strategiche poste in essere per adeguare la struttura produttiva e commerciale ai cambiamenti del contesto esterno.

Gli ultimi tredici anni, caratterizzati da profonde recessioni intervallate solo da moderate riprese, hanno radicalmente modificato lo scenario complessivo nel quale le imprese si trovano ad operare. Il contesto interno è divenuto sempre più complesso, con i consumi penalizzati dalla deludente dinamica del reddito delle famiglie. Al contrario, nuove realtà sono divenute sempre più importanti nello scenario mondiale, sia da un punto di vista produttivo che come mercato di sbocco. Le imprese italiane sono state, dunque, chiamate a concentrare l'attenzione sempre più su mercati e paesi esteri, destinandovi una quota crescente di risorse, perseguendo un processo di internazionalizzazione finalizzato a sfruttare nuove opportunità, sia produttive, in termini di minori costi, che commerciali, grazie alla crescente domanda. Un fenomeno ben rappresentato nei numeri sugli investimenti in azioni e partecipazioni effettuati dalle imprese italiane, considerando la localizzazione della società partecipata.

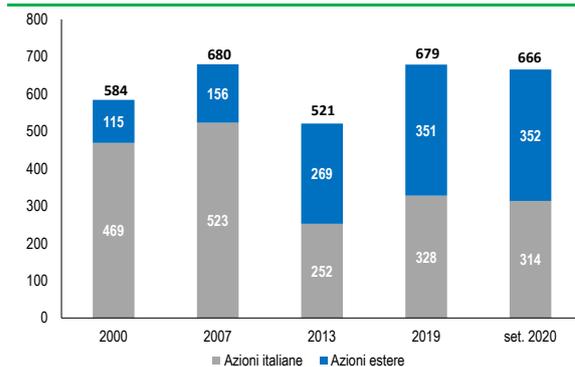
L'investimento in azioni e partecipazioni ha da sempre rappresentato un elemento centrale per la realizzazione delle strategie di sviluppo imprenditoriale, fornendo anche una descrizione del processo di creazione di gruppi di imprese, sia nazionali che multinazionali. Negli anni Novanta e nella prima parte degli anni Duemila, l'investimento si concentrava sulle imprese residenti in Italia. Nel 2007, il valore delle azioni e partecipazioni detenute dalle società non finanziarie era pari a 680 miliardi di euro. Di questi, circa 520 erano riferiti a società residenti in Italia, per la maggior parte non quotate nei mercati regolamentati. Il valore delle azioni estere si fermava, invece, intorno ai 150 miliardi. La ricchezza investita in azioni e partecipazioni, pari a circa il 40% del totale delle attività finanziarie possedute dalle società, era, quindi, distribuita per quasi l'80% su aziende italiane e per poco più di un quinto su aziende estere.

Con lo scoppio della crisi del 2008, la situazione è cambiata. Tra il 2008 e il 2013, le partecipazioni delle società non finanziarie italiane in imprese residenti in Italia hanno subito un disinvestimento superiore agli 80 miliardi di euro, mentre quelle estere hanno

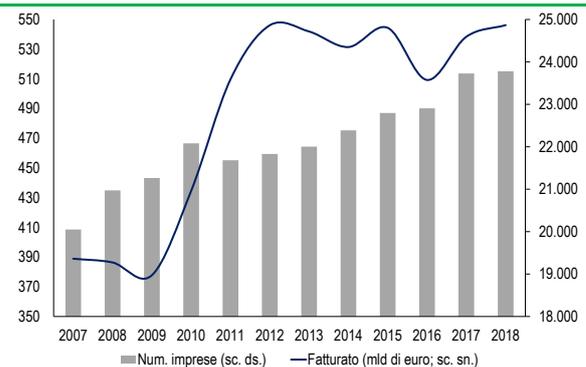
beneficiario dell'afflusso di più di 90 miliardi di nuove risorse. Negli anni successivi, quelli della moderata ripresa, è stato trovato un nuovo equilibrio, con una distribuzione delle risorse in parti sostanzialmente uguali tra le due componenti. Una situazione che non ha subito cambiamenti durante la crisi dello scorso anno.

### L'investimento in azioni e partecipazioni delle società non finanziarie italiane

(stock; miliardi di euro)



### Imprese a controllo nazionale residenti all'estero



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

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

A settembre 2020, il valore delle azioni e partecipazioni detenute dalle società non finanziarie italiane è risultato pari a poco meno di 670 miliardi. Di questi, circa 350 sono riferiti a partecipazioni in imprese estere, il cui valore ha tratto beneficio negli ultimi tredici anni, oltre che da un flusso costante di nuovi investimenti, anche dal positivo andamento delle quotazioni, sostenute da un contesto economico mondiale in crescita. Le partecipazioni in imprese italiane, oltre ad aver sofferto i forti disinvestimenti che hanno caratterizzato il periodo delle prime due recessioni, hanno, invece, risentito del negativo andamento delle quotazioni, risultato delle difficoltà incontrate dall'economia italiana, scendendo sotto i 315 miliardi.

Le azioni e partecipazioni rappresentano, dunque, il 35% del totale delle attività finanziarie detenute dalle società non finanziarie, con l'investimento in imprese straniere passato dall'assorbire un quinto del totale a rappresentarne oltre la metà. Numeri che descrivono con chiarezza la crescente presenza del sistema imprenditoriale italiano nello scenario internazionale. Gli ultimi dati parlano di quasi 24mila imprese a controllo nazionale ma residenti all'estero, con oltre il 60% operanti nei comparti del manifatturiero. Gli addetti occupati in queste imprese sono 1,8 milioni e il fatturato si è avvicinato a 550 miliardi di euro, grazie ad una crescita che negli ultimi anni è risultata molto più ampia di quella del valore della produzione delle società non finanziarie italiane operanti sul territorio nazionale.

Una solida base per sfruttare una ripresa che a livello mondiale appare robusta, sebbene ancora diseguale.

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. Esso non ha natura di raccomandazione di investimento. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.  
Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa – [giovanni.ajassa@bnlmail.com](mailto:giovanni.ajassa@bnlmail.com)