



RELAZIONE SUGLI
INVESTIMENTI
2017/2018



Banca
europea per gli
investimenti

la banca dell'UE

Risultati principali

dalla ripresa a una
crescita sostenibile

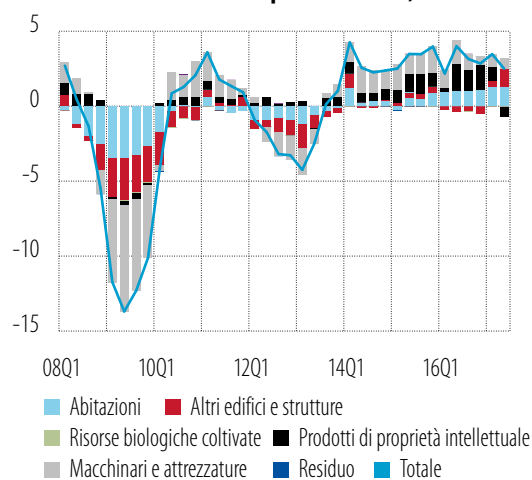


Relazione sugli investimenti 2017/2018: dalla ripresa a una crescita sostenibile

Risultati principali

La ripresa degli investimenti si sta ampliando e rafforzando

Figura 1 Contributi degli investimenti fissi lordi (IFL) reali per tipologia di attività (variazione percentuale rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente)



Fonti: conti nazionali, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BEI.

La crescita degli investimenti nell'Unione europea (UE) ha raggiunto un tasso medio annuo del 3,2% nel periodo 2013-2016, chiaramente superiore rispetto alla media pre crisi (1995-2005) del 2,8%. Questo recupero è stato sostenuto dal rafforzamento della ripresa economica nell'UE, in un contesto in cui si registrano livelli crescenti di occupazione e reddito disponibile e miglioramenti del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese.

Il ritmo di espansione degli investimenti delle imprese è tornato sui livelli pre crisi, come riflesso nel forte contributo degli investimenti in macchinari e attrezzature e in proprietà intellettuale. Esso rimane tuttavia inferiore a quello probabilmente atteso in un episodio di ripresa robusta, nonostante i diversi anni di scarsi investimenti e le sfide imposte dal progresso tecnologico e dalla competitività mondiale.

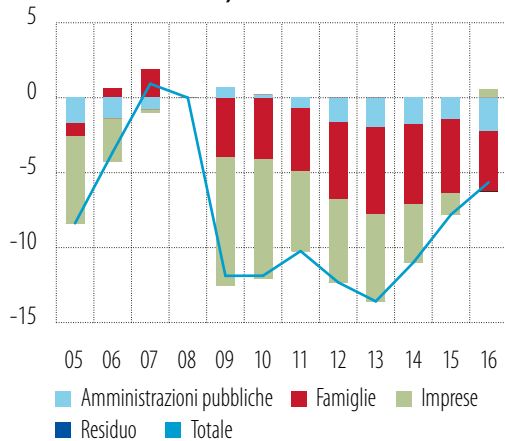
Gli investimenti delle famiglie sono aumentati nel 2016, ma in modo disomogeneo. Il dato aggregato cela differenze tra Paesi: metà degli Stati membri dell'UE ha registrato un'espansione degli investimenti in abitazioni e la metà di questa espansione è riferibile a Germania, Paesi Bassi e Svezia.

Gli investimenti delle amministrazioni pubbliche rimangono bassi in rapporto al PIL nell'UE e nel 2016 si sono attestati al 2,7%, il livello minimo degli ultimi 20 anni. Nei Paesi periferici hanno continuato a contrarsi in misura significativa, scendendo al 2,1%, mentre in quelli della coesione sono bruscamente diminuiti partendo da livelli elevati per motivi connessi al ciclo di finanziamento dei Fondi strutturali e di investimento europei (Fondi SIE).¹

¹ Ai fini della Relazione sugli investimenti, per «Paesi periferici» si intendono Cipro, Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna. I «Paesi della coesione» sono: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

Risultati principali

Figura 2 IFL per settore istituzionale (variazione percentuale rispetto al 2008)



Anche se la ripresa dell'economia e degli investimenti è divenuta più generalizzata, permane la necessità di interventi sul piano delle politiche allo scopo di mantenere condizioni di finanziamento favorevoli, ridefinire le priorità per gli investimenti in infrastrutture, migliorare il contesto economico e affrontare le sfide strutturali pressanti in Europa.

Fonte: Eurostat, conti nazionali ed elaborazioni degli esperti della BEI.

Nota: gli investimenti reali sono calcolati come IFL a prezzi correnti deflazionati con il deflatore degli IFL totali.

Gli investimenti delle imprese sono trainati dal miglioramento delle prospettive e dagli sforzi per tenere il passo con i concorrenti

Le imprese prevedono di espandere i propri investimenti nel 2017, mentre gli investimenti nel 2016 sono superiori alle attese. Per il 2017, le imprese dell'UE che prevedono di espandere i propri investimenti sono superiori del 12% a quelle che si attendono di ridurli e gli unici Paesi nei quali ci si aspetta nell'insieme un calo sono Irlanda e Romania. Gli investimenti appaiono relativamente depressi in Bulgaria, Grecia e Romania, mentre potrebbero avvicinarsi a un punto di massimo nei Paesi scandinavi.

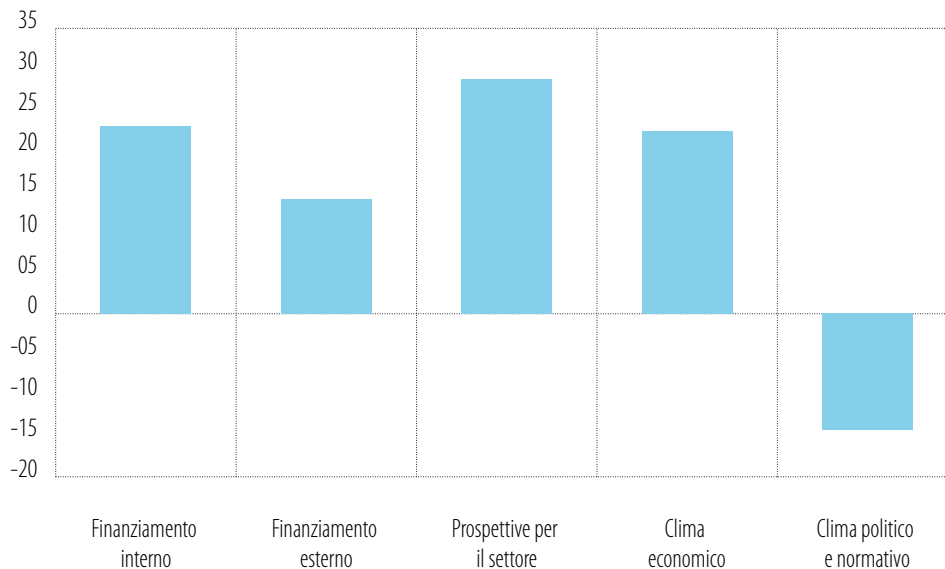
Figura 3 Aspettative di investimento e quota di imprese investitrici (%)



Fonte: EIBIS 2017.

Nota: la base campionaria è costituita da tutte le imprese. La quota di imprese investitrici indica la percentuale di imprese che registrano oltre 500 EUR di investimenti per addetto. L'asse delle ordinate incontra l'asse delle ascisse in corrispondenza della media UE. I saldi netti indicano la differenza tra le imprese che si attendono di intensificare l'attività di investimento nell'esercizio finanziario corrente e quelle che prevedono di ridurla.

Figura 4 Fattori che influiranno sugli investimenti nell'anno successivo – imprese che si attendono un miglioramento meno imprese che prevedono un deterioramento (%)



Fonte: EIBIS 2017.

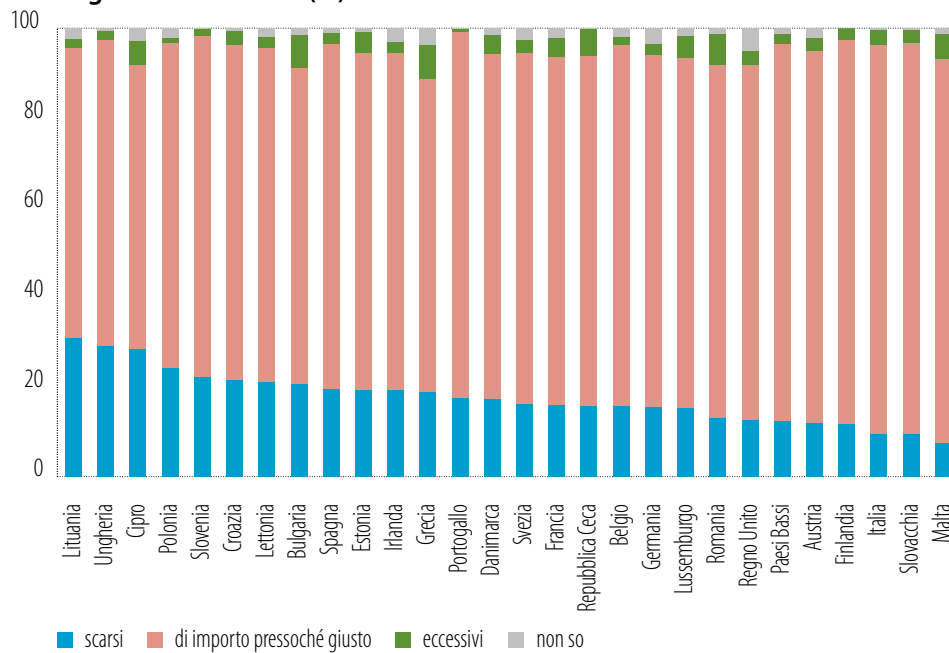
Nota: Base campionaria: tutte le imprese. Domanda: «Ritiene che ciascuno dei seguenti elementi migliorerà, resterà invariato o peggiorerà nei prossimi 12 mesi?»

La ripresa degli investimenti è sorretta dalle attese positive riguardo alle prospettive per l'economia e alle possibilità di finanziamento, in un contesto in cui il numero di imprese che si attendono un miglioramento delle condizioni nel proprio settore è superiore del 30% a quello delle imprese che prevedono un deterioramento. Le aspettative concernenti il clima politico e normativo sono tuttavia negative nell'insieme e in particolare in Grecia, Belgio, Regno Unito e Polonia.

Il 15% delle imprese dichiara di avere investito meno del necessario e appena il 3% sostiene di avere investito troppo negli ultimi tre anni. Ciò si rileva nonostante la crescita dei livelli di investimento. Al migliorare delle condizioni e delle aspettative, le imprese rivedono al rialzo la propria percezione dei livelli di investimento passati e del livello necessario al momento presente. Per questo motivo non è da attendersi una rapida chiusura di questo divario percepito; stimiamo che, se dovessero protrarsi gli andamenti correnti, ciò richiederebbe da quattro a dieci anni.

Risultati principali

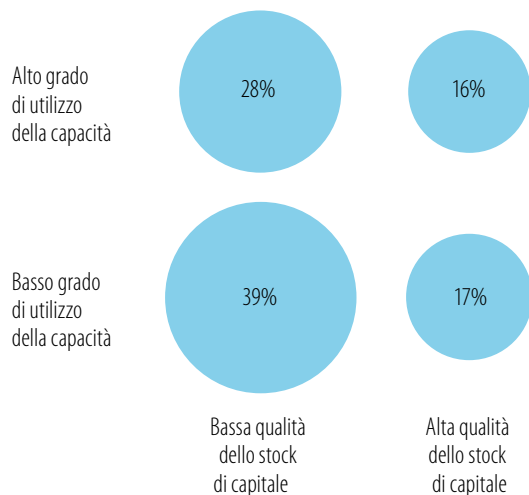
Figura 5 Le imprese hanno effettuato investimenti eccessivi, scarsi o di importo giusto negli ultimi tre anni? (%)



Fonte: EIBIS 2017.

Nota: Base campionaria: tutte le imprese. Domanda: «Passando in rassegna gli investimenti realizzati nel corso degli ultimi tre anni, pensa che siano stati eccessivi, scarsi o più o meno l'importo giusto per garantire il successo futuro dell'impresa?»

Figura 6 Correlazione tra la quantità e qualità dello stock di capitale e le imprese che segnalano investimenti scarsi



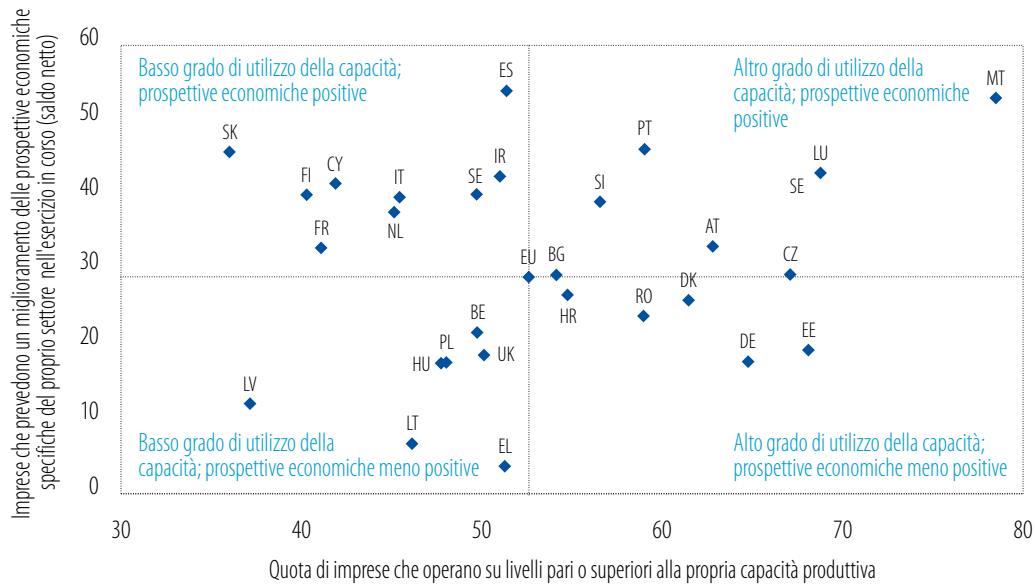
Fonte: EIBIS 2017.

Nota: si considerano imprese con uno stock di capitale di qualità elevata quelle che ritengono di avere almeno il 50% di macchinari e attrezzature di livello avanzato. Base campionaria: tutte le imprese che segnalano di avere effettuato investimenti «scarsi» negli ultimi tre anni.

La percezione di una carenza di investimenti da parte delle imprese non è correlata al grado di utilizzo della capacità produttiva ma al fatto che considerino o meno avanzati i macchinari, le attrezzature e le tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) di cui dispongono. La principale determinante del rafforzamento degli investimenti delle imprese sembra essere il miglioramento della qualità dello stock di capitale in risposta alle pressioni competitive, non l'espansione della quantità dello stesso per soddisfare la domanda. Appena il 45% dello stock di capitale delle imprese è considerato di livello avanzato e solo il 39% degli edifici di cui dispongono è ritenuto efficiente sotto il profilo energetico. Lo scopo principale degli investimenti rimane la sostituzione e il miglioramento dello stock di capitale, in un contesto in cui il 50% della spesa è destinato a sostituire il parco esistente di macchinari, attrezzature, edifici e sistemi IT. Gli investimenti in espansione di capacità (27%) e attività innovative (17%) si sono altresì mantenuti sostanzialmente invariati.

Il grado di utilizzo della capacità produttiva da parte delle imprese non ha subito in media variazioni di rilievo e presto alcuni Paesi si troveranno verosimilmente di fronte a vincoli di

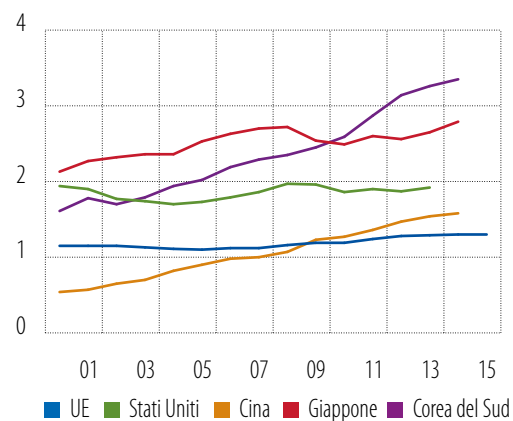
capacità. Nel 2016 la quota di imprese che operavano su livelli pari o superiori alla capacità pianificata (53%) è aumentata di appena un punto percentuale rispetto all'anno precedente. Tenendo conto delle prospettive per l'attività delle imprese, Malta e il Lussemburgo sembrano avere la probabilità più elevata di registrare vincoli di capacità (a livello aggregato).

Figura 7 Grado di utilizzo della capacità e prospettive per l'attività delle imprese (%)

Fonti: EIBIS 2016 ed EIBIS 2017.

La ripresa accende ora i riflettori sulla necessità di investimenti strutturali: innovazione, competenze, infrastrutture e sostenibilità

L'innovazione da parte delle imprese dell'UE deve passare a una marcia superiore, sia alla frontiera sia attraverso l'adozione delle innovazioni. Gli investimenti dell'UE in ricerca e sviluppo (R&S) non crescono come nelle altre economie mondiali, poiché rimangono pressoché invariati al 2% del PIL. Il divario tra i livelli di R&S dell'UE e quelli di Stati Uniti, Giappone, Corea del Sud e Cina va ricondotto alla minore attività di R&S da parte delle imprese nell'Unione. L'innovazione nell'UE è generalmente dominata dalle imprese di dimensione e anzianità maggiore e la scarsità relativa di giovani innovatori può contribuire a spiegare il divario tra le imprese in termini di R&S. Tuttavia, altre tipologie di investimenti immateriali (ad esempio in software, formazione e capitale organizzativo) integrano l'attività di R&S e costituiscono altresì determinanti importanti dell'innovazione e dell'adozione delle innovazioni. Gli investimenti immateriali costituiscono in media il 37% degli investimenti totali delle imprese dell'UE e sono di norma maggiori tra le imprese e gli esportatori più produttivi.

Figura 8 Spese per R&S delle imprese (% del PIL), 2000-2015, UE e alcuni Paesi selezionati

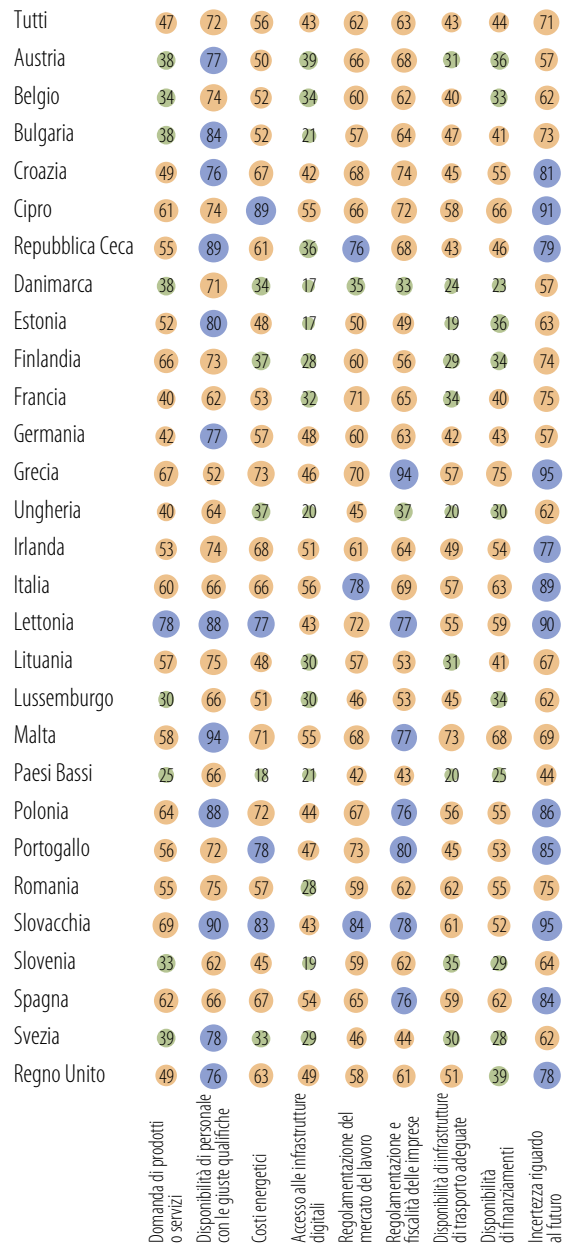
Fonti: Eurostat e OCSE.

Risultati principali

La disponibilità di manodopera qualificata è al momento l'ostacolo agli investimenti segnalato più di frequente: le imprese che individuano nella «carenza di personale con le giuste competenze» l'ostacolo principale costituiscono il 72% del totale, una quota di poco superiore a quella delle imprese che lo identificano nell'«incertezza riguardo al futuro». Il problema delle competenze appare particolarmente grave in molti Paesi della coesione (quali Polonia, Slovacchia, Repubblica Ceca e Lettonia), con flussi sostanziali di emigrazione di lavoratori qualificati, e in alcuni altri Stati membri dell'UE (come la Germania, l'Austria e il Regno Unito) che potrebbero risentire di carenze di qualifiche di natura interna.

Figura 9

Barriere strutturali agli investimenti

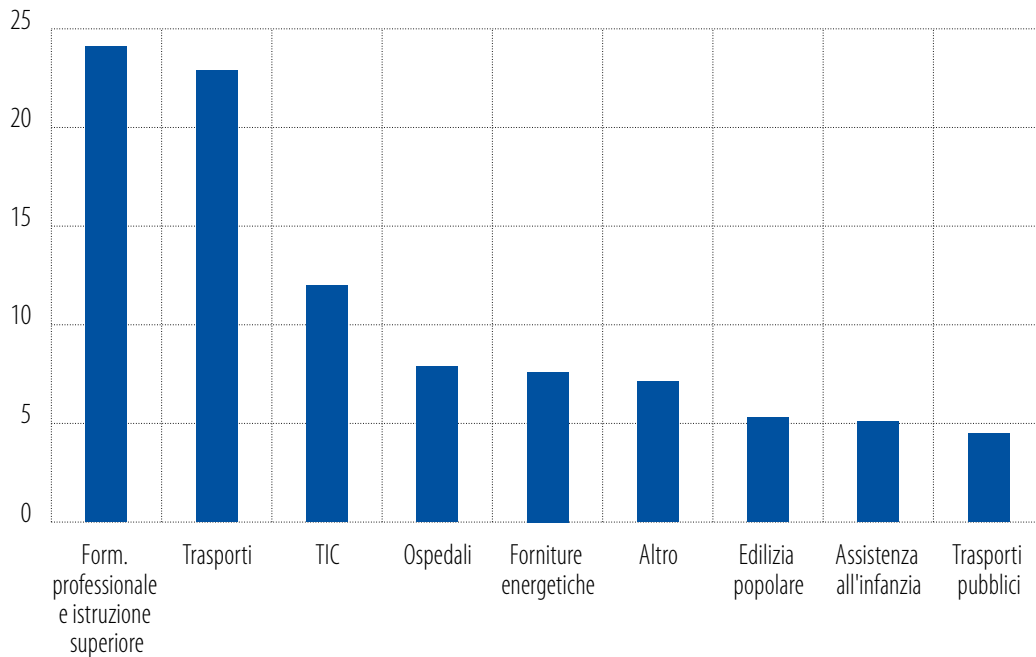


Fonte: EIBIS 2017.

Nota: un cerchio blu indica che la quota di menzioni di un particolare ostacolo si trova nel quartile più alto, uno verde che si situa in quello più basso e uno giallo che si colloca in posizione intermedia. La dimensione dei cerchi e i numeri al loro interno indicano la quota di imprese che segnala un ambito come ostacolo rilevante o poco rilevante. Base campionaria: tutte le imprese. Domanda: «Riguardo alle attività di investimento della sua azienda in #Paese#, in che misura ciascuno dei seguenti aspetti costituisce un ostacolo? Si tratta di un ostacolo rilevante, di un ostacolo poco rilevante, oppure non rappresenta un ostacolo?»

La formazione professionale e l'istruzione superiore sono l'ambito di investimenti pubblici indicato come prioritario da più imprese (24%), seguito da vicino dai trasporti. Un'impresa manifatturiera su tre ha segnalato la formazione professionale e l'istruzione superiore come priorità; una percentuale analoga di imprese nei settori connessi alle infrastrutture ha individuato i trasporti quale ambito maggiormente prioritario.

Figura 10 Priorità delle imprese in materia di investimenti pubblici (% di imprese)



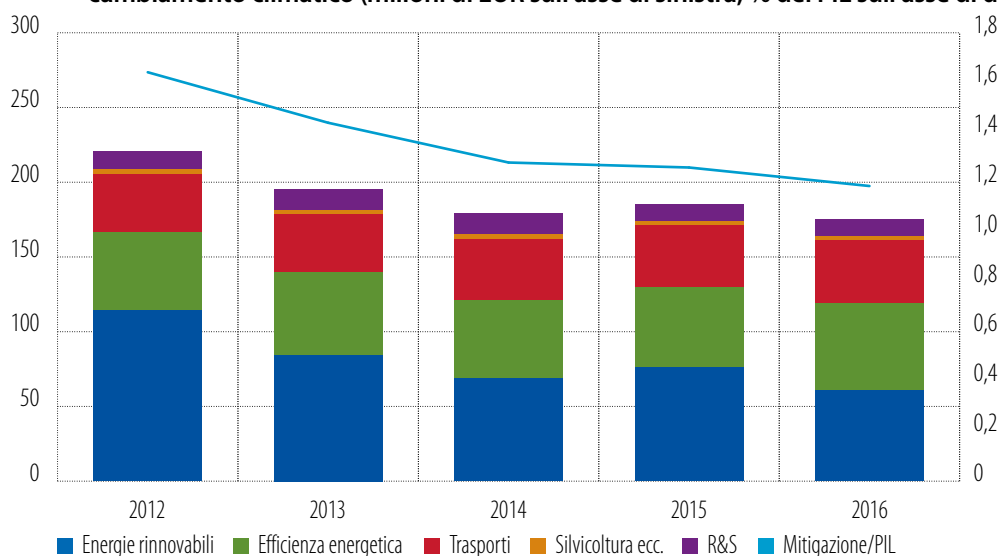
Fonte: EIBIS 2017.

Nota: Domanda: «Dal punto di vista della sua impresa, quale ambito di investimenti pubblici indicherebbe come prioritario per i prossimi tre anni?»

Risultati principali

Gli investimenti in azioni di mitigazione degli effetti legati al cambiamento climatico sono stimati pari all'1,2% del PIL dell'UE e sono diminuiti rispetto all'1,6% del 2012 a causa di fattori quali la riduzione dei costi di capitale per le energie rinnovabili e le modifiche degli incentivi che hanno determinato il ridimensionamento del «boom del solare». L'UE è sulla strada giusta per ridurre le emissioni di CO₂ del 20% rispetto ai livelli del 1990 entro il 2020, ma sarà necessario aumentare drasticamente il tasso di riduzione delle emissioni per raggiungere gli obiettivi per il 2030, il 2040 e il 2050 fissati nel quadro degli Accordi di Parigi e nella tabella di marcia della Commissione europea.

Figura 11 Composizione degli investimenti dell'UE-28 in materia di mitigazione degli effetti del cambiamento climatico (milioni di EUR sull'asse di sinistra, % del PIL sull'asse di destra)

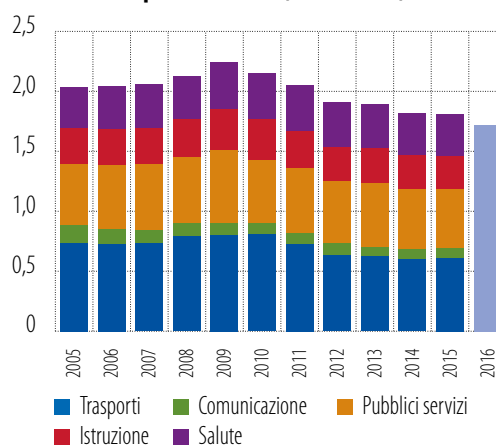


Fonti: AIE, BNEF, OCSE, Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Non vi è ancora una ripresa degli investimenti in infrastrutture e questo compromette il potenziale a lungo termine dell'Europa

Gli investimenti in infrastrutture hanno smesso di diminuire, ma sono ancora inferiori del 20% ai livelli pre crisi e rallentano pertanto il processo di convergenza economica. Gli investimenti in infrastrutture si sarebbero stabilizzati all'1,8% del PIL, dal massimo del 2,2% raggiunto nel 2009, e le infrastrutture di trasporto sono state le più colpite. Il calo è maggiore nei Paesi dove la qualità delle infrastrutture è più bassa, a segnalare un rallentamento del processo di convergenza.

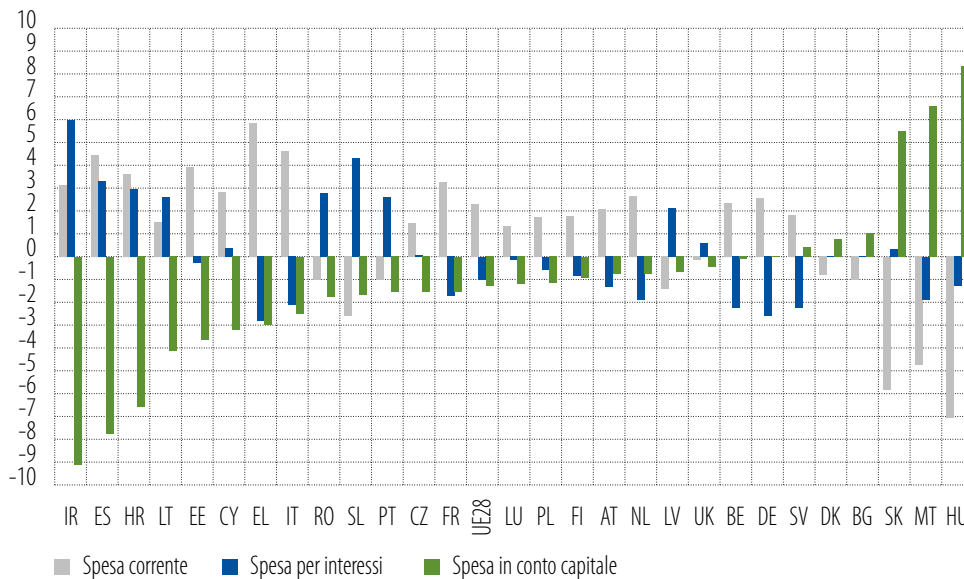
Figura 12 Investimenti in infrastrutture per settore (% del PIL)



Fonti: Eurostat; Projectware ed EPEC.
Nota: in base alla banca dati della BEI sulle infrastrutture (EIB Infrastructure Database). Non sono disponibili dati per Belgio, Croazia, Lituania, Polonia, Regno Unito e Romania. I dati relativi al 2016 sono preliminari.

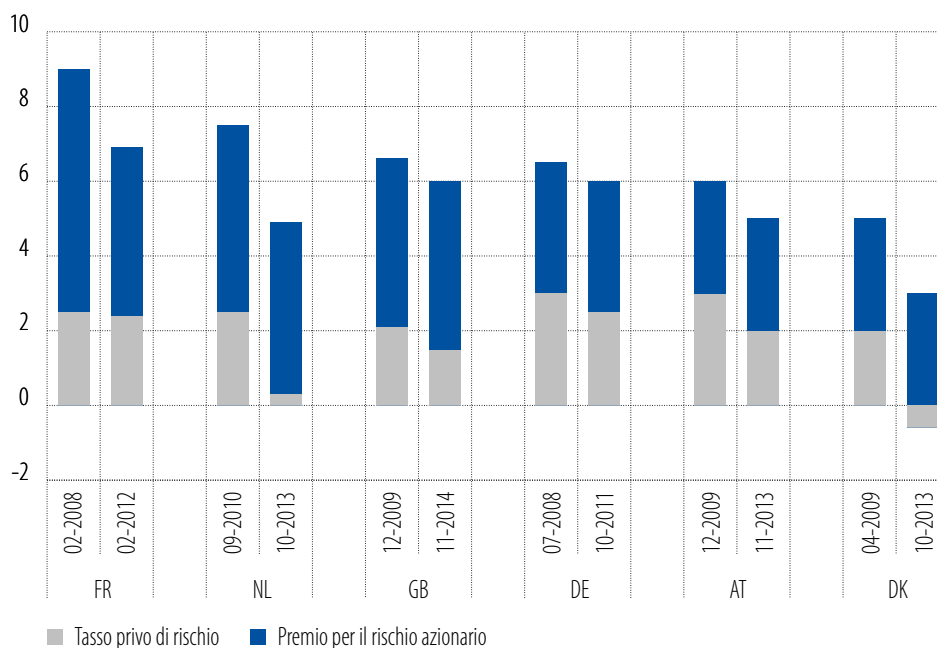
Gli investimenti in infrastrutture hanno risentito del fatto che le azioni di risanamento dei conti pubblici sono andate a svantaggio della spesa in conto capitale in quanto hanno attribuito priorità a spese correnti quali i trasferimenti sociali. Parte del calo degli investimenti pubblici, anche in infrastrutture, può essere dovuta ai cambiamenti strutturali nell'economia. Tuttavia, in molti Paesi la qualità delle infrastrutture esistenti è diminuita assieme agli investimenti e ciò sta a indicare che permane la necessità di interventi.

Figura 13 Variazione della spesa pubblica (punti percentuali del totale)



Fonti: Eurostat e statistiche COFOG.
 Nota: variazione della quota di spesa corrente, spesa per interessi e spesa in conto capitale sul totale della spesa pubblica.

Figura 14 I rendimenti ammessi dalle autorità europee di regolamentazione, 2008-14 (%)



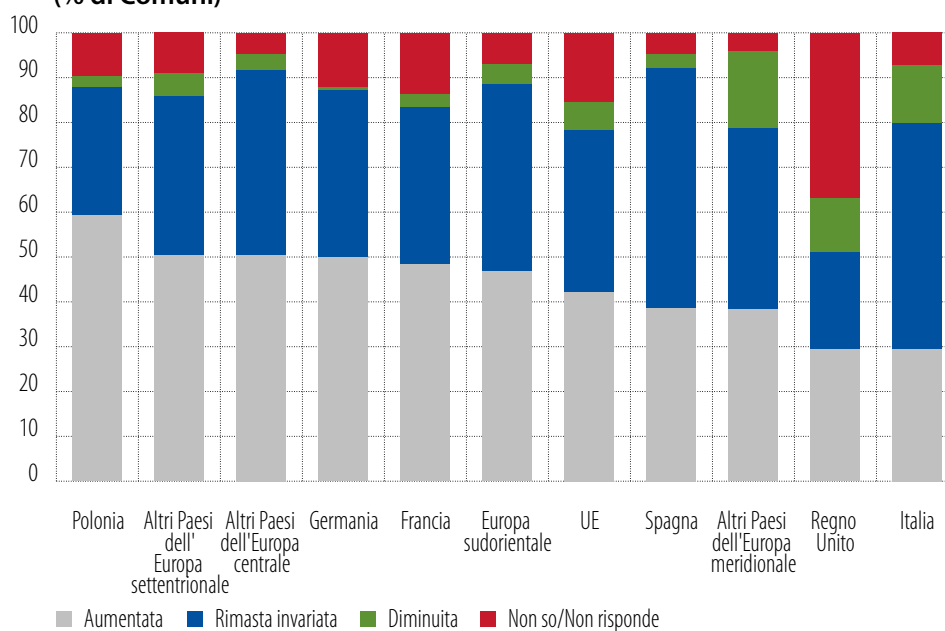
Fonti: Grayburn e Haug (2015).

Risultati principali

Le infrastrutture aziendali hanno altresì faticato a mantenersi sui livelli pre crisi, in parte a causa delle pressioni esercitate dalle autorità di regolamentazione sui rendimenti ammessi. Gli investimenti delle società veicolo sono ben inferiori ai livelli pre crisi e l'accesso ai finanziamenti continua a costituire una strozzatura. I partenariati pubblico privato (PPP) rappresentano il 6% degli investimenti in infrastrutture. Regole più rigorose per la contabilizzazione dei PPP come passività delle amministrazioni pubbliche potrebbero costituire un rischio per questa tipologia di investimenti.

Il 50% degli investimenti in infrastrutture viene realizzato a livello sub-nazionale e le amministrazioni comunali segnalano un quadro più ottimistico rispetto a quello suggerito dai dati nazionali. I Comuni che hanno segnalato un aumento degli investimenti superano del 36% quelli che hanno indicato una diminuzione, in base al modulo EIBIS dedicato agli investimenti delle amministrazioni comunali. Ciò potrebbe stare a indicare che le aree prevalentemente urbane coperte dall'indagine hanno risentito meno delle altre del calo degli investimenti in infrastrutture. Tuttavia, nei Paesi o nelle regioni in cui la diminuzione è stata maggiore in aggregato, la quota di amministrazioni comunali che ha segnalato un aumento degli investimenti in infrastrutture è risultata meno alta.

Figura 15 Variazione delle attività di investimento in infrastrutture nei Comuni europei (% di Comuni)

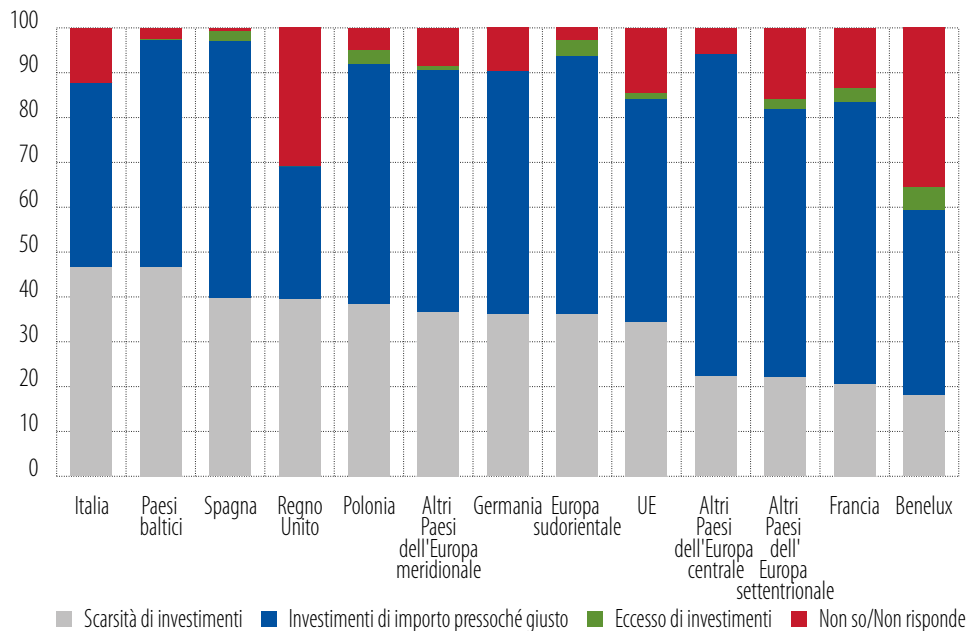


Fonte: EIBIS 2017, Municipality Survey.

Nota: Domanda: «Se avete competenza esclusiva sulle attività di investimento in infrastrutture: la vostra spesa per investimenti è aumentata, è diminuita o è rimasta pressoché invariata negli ultimi cinque anni? Se avete competenza parziale: la spesa complessiva per investimenti in infrastrutture nel vostro Comune è aumentata, è diminuita o è rimasta pressoché invariata negli ultimi cinque anni?»

Le amministrazioni comunali segnalano tuttavia un significativo gap di investimento: il 34% afferma che gli investimenti negli ultimi cinque anni sono stati inferiori al necessario e meno dell'1% sostiene che sono stati superiori. I trasporti urbani, le TIC e l'edilizia popolare sono i settori più frequentemente indicati come contraddistinti da carenze di investimento, anche se si registrano notevoli differenze tra Paesi. Le amministrazioni comunali che segnalano scarsità di investimenti in infrastrutture indicano anche di norma che le loro infrastrutture sono più obsolete. Esistono altresì riscontri del fatto che la bassa qualità delle infrastrutture ostacola gli investimenti societari: le imprese (nell'indagine EIBIS principale) che indicano la scarsa qualità delle infrastrutture di trasporto e delle TIC come barriera agli investimenti si trovano generalmente nei Comuni in cui viene segnalata una bassa qualità delle infrastrutture in questi settori.

Figura 16 Gap di investimenti in infrastrutture (% di Comuni)

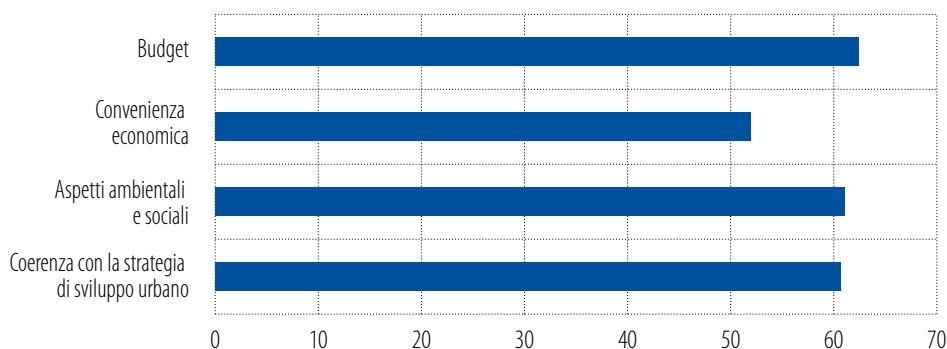


Fonte: EIBIS 2017, Municipality Survey.

Nota: Domanda: «Per ciascuno degli elementi seguenti ritenete che, nell'insieme, gli investimenti passati nel vostro Comune abbiano assicurato il livello giusto di infrastrutture o abbiano invece determinato una scarsità/un eccesso di capacità infrastrutturale?»

È necessaria una migliore pianificazione e prioritizzazione degli investimenti in infrastrutture pubbliche. L'84% delle amministrazioni comunali dichiara di disporre di una strategia di sviluppo urbano, ma appena il 61% ne è dotato e la consulta nella programmazione dei progetti infrastrutturali. Analogamente, appena il 61% dei Comuni effettua una valutazione di impatto ambientale e sociale o valuta le implicazioni di bilancio di un progetto e solo il 52% realizza una valutazione di convenienza economica. Inoltre, appena il 38% svolge una qualche valutazione ex ante e la considera un fattore importante o fondamentale nel processo decisionale.

Figura 17 Realizzazione di valutazioni ex ante dei progetti infrastrutturali (% di Comuni)



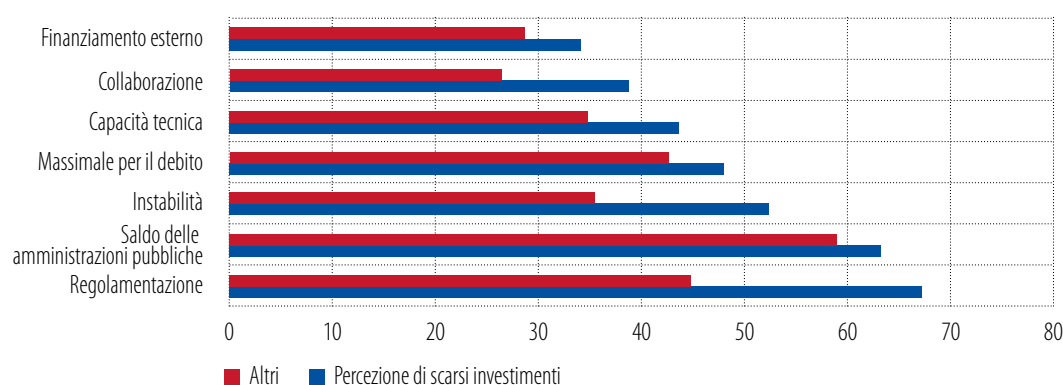
Fonte: EIBIS 2017, Municipality Survey.

Nota: Domanda: «Prima di procedere con un progetto infrastrutturale, effettuate una valutazione indipendente di...? E inoltre: quanto ritenete importanti i risultati della valutazione o delle valutazioni indipendenti al momento di decidere se procedere con un progetto?»

Risultati principali

I vincoli di bilancio, più che l'accesso al finanziamento, sono considerati l'ostacolo principale agli investimenti in infrastrutture da parte delle amministrazioni comunali. Ciò vale in particolare per i Comuni che segnalano carenze infrastrutturali. Tra questi, il 75% considera i vincoli di bilancio un ostacolo di rilievo. Tuttavia, l'eventuale allentamento delle regole di bilancio per i Comuni dovrebbe essere accompagnato da misure volte ad assicurare una più efficace programmazione e prioritizzazione degli investimenti.

Figura 18 Ostacoli rilevanti agli investimenti in infrastrutture (% di Comuni con/senza la percezione di scarsi investimenti passati in infrastrutture)



Fonte: EIBIS 2017, Municipality Survey.

Nota: Domanda: «In che misura ciascuno dei seguenti elementi costituisce un ostacolo all'attuazione delle vostre attività di investimento in infrastrutture...? Si tratta di un ostacolo rilevante, di un ostacolo poco rilevante, oppure non rappresenta un ostacolo?» Domanda: «Per ciascuno degli elementi seguenti ritenete che, nell'insieme, gli investimenti passati nel vostro Comune abbiano assicurato il livello giusto di infrastrutture o abbiano invece determinato una scarsità/un eccesso di investimenti in capacità infrastrutturale?»

Permane la necessità di migliorare il contesto economico

La maggioranza delle imprese europee considera la regolamentazione dell'attività economica (63%) e del mercato del lavoro (62%) un ostacolo agli investimenti (Figura 9). La rigorosa regolamentazione del mercato del lavoro e i significativi ostacoli regolamentari sul mercato incidono anche sull'allocazione efficiente delle risorse a livello di impresa; i dati EIBIS mostrano che le imprese meno efficienti hanno maggiore probabilità di considerare la regolamentazione, i costi dell'energia e l'accesso ai finanziamenti delle barriere agli investimenti. Le rigidità nel mercato del lavoro e negli altri mercati costituiscono altresì un vincolo per gli investimenti immateriali e in innovazione.

L'incertezza permane una delle barriere principali agli investimenti; mercati aperti e flessibili dovrebbero ridurre l'impatto. L'«incertezza riguardo al futuro» è stata indicata dal 71% delle imprese come un ostacolo alla programmazione degli investimenti; tale percentuale è invariata rispetto all'anno precedente. Benché sia difficile modificare le percezioni di incertezza, una maggiore flessibilità del mercato e minori barriere all'ingresso e all'uscita delle imprese riducono i costi connessi all'irreversibilità degli investimenti e quelli irrecuperabili diminuendo di conseguenza l'impatto negativo dell'incertezza a livello globale sugli investimenti.

Le infrastrutture digitali, di trasporto ed energetiche sono importanti per realizzare i benefici in termini di efficienza del mercato unico. Il mancato accesso alle infrastrutture digitali e la scarsa qualità delle infrastrutture di trasporto sono generalmente meno citati come barriere agli investimenti; tuttavia, il 43% lamenta tali aspetti e li percepisce come ostacoli. Inoltre le infrastrutture digitali e di trasporto figurano fra le tre priorità principali delle imprese per quanto concerne gli investimenti pubblici e sono indicate come prioritarie rispettivamente dal 12% e il 22% dei partecipanti all'indagine. Il 56% delle imprese considera i costi energetici un impedimento agli investimenti. In questi casi si rilevano differenze significative tra Paesi in termini di risultati e ciò indica che, nonostante i grandi sforzi profusi finora, permane la necessità di compiere progressi notevoli per realizzare un mercato unico pienamente integrato.

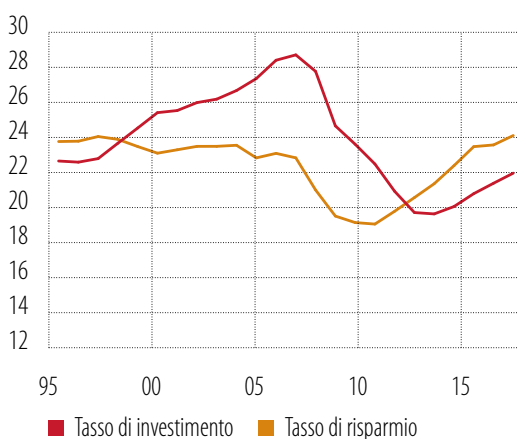
La persistente frammentazione finanziaria potrebbe rallentare la convergenza e ridurre la capacità di assorbire gli shock

Il sistema finanziario dell'UE sta uscendo dalla propria condizione di frammentazione, ma il processo avanza lentamente. I flussi finanziari lordi rimangono sostanzialmente inferiori rispetto ai livelli pre crisi e quelli netti evidenziano considerevoli effetti di ricomposizione, in un contesto in cui emergono avanzi di parte corrente in tutte le regioni dell'UE.

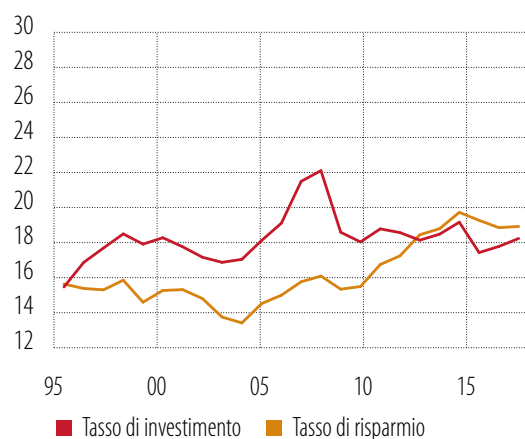
L'emergere di avanzi di conto corrente è avvenuto a scapito degli investimenti e della convergenza. Durante la crisi, il risparmio interno è passato a rappresentare un vincolo stringente per gli investimenti nei Paesi periferici e questo ha ostacolato il processo di convergenza. Nei Paesi della coesione è emerso un avanzo di parte corrente dalla crisi del debito sovrano, a scapito degli investimenti. Ciò è avvenuto anche se il livello inferiore di sviluppo nei Paesi della coesione avrebbe dovuto comportare maggiori opportunità di investimento e una migliore capacità di attrarre gli investimenti.

Figura 19 Risparmio, investimenti e saldi di conto corrente (% del PIL)

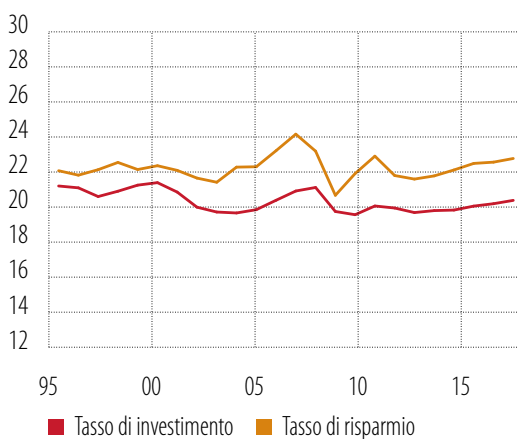
a. Paesi periferici, risparmio e investimenti



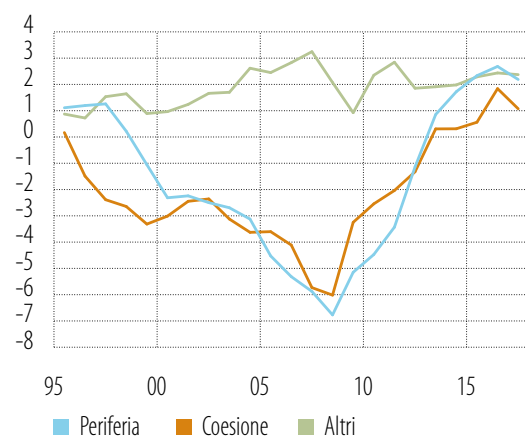
b. Paesi della coesione, risparmio e investimenti



c. Altri Paesi dell'UE, risparmio e investimenti



d. Saldi di conto corrente per gruppo di Paesi



Fonte: elaborazioni degli esperti della BEI basate su Eurostat.

Nota: statistiche annuali fino al 2017 basate sulle previsioni di primavera della Commissione europea.

Risultati principali

Una ricomposizione delle disponibilità transfrontaliere dagli strumenti di debito ai titoli azionari è positiva per la stabilità finanziaria. Anche se i flussi di capitali sono diminuiti, la graduale ricomposizione da strumenti di debito ad azioni costituisce un segnale positivo poiché queste ultime – specie sotto forma di investimenti diretti esteri – tendono a migliorare la capacità di assorbimento degli shock. Le consistenze mostrano una stabilizzazione dei livelli netti di debito per i Paesi della coesione e un lieve riequilibrio per quelli periferici.

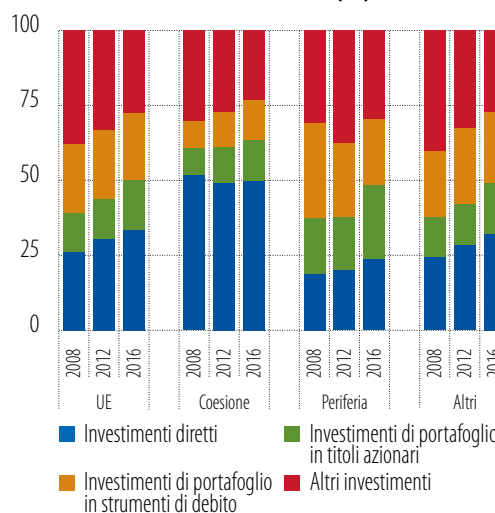
La persistenza della frammentazione comporta un livello sub ottimale di ripartizione del rischio attraverso il canale privato nell'UE. Un indicatore stimato di integrazione finanziaria nell'UE suggerisce che il processo di reintegrazione ha compiuto dei passi avanti dalla crisi del debito sovrano, ma che non è ancora tornato sui livelli osservati poco dopo l'introduzione dell'euro. Ciò comporta altresì un livello sub ottimale di ripartizione del rischio attraverso il canale privato nell'UE e limita la capacità dell'economia dell'Unione di assorbire gli shock asimmetrici. In larga misura, la stabilizzazione finanziaria sembra il risultato di misure straordinarie di politica monetaria. Il graduale ritiro di queste ultime costituirà un banco di prova della stabilità di fondo del sistema finanziario. L'Unione dei mercati dei capitali svolge un ruolo importante nella creazione di condizioni favorevoli all'accelerazione del processo di ripartizione del rischio attraverso il canale privato e del processo di convergenza.

Le condizioni di finanziamento delle imprese sono generalmente favorevoli, ma il processo di riduzione della leva finanziaria continua ad agire da freno

Le condizioni finanziarie sono rimaste favorevoli e hanno persino registrato un lieve miglioramento dalla metà del 2016. Ciò ha contribuito a rendere possibile il rafforzamento degli investimenti delle imprese e il consolidamento della ripresa economica. In un contesto in cui il Federal Reserve Board statunitense è entrato in un ciclo di inasprimento della politica monetaria, i rischi di ristagno di lungo periodo sembrano diminuiti.

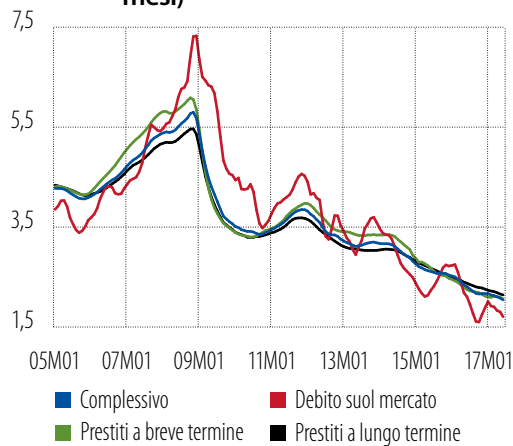
Le imprese dell'UE rimangono nell'insieme risparmiatrici nette, esportando il risparmio nel resto del mondo in un modo che contraddice le regolarità storiche e suggerisce come molte imprese siano restie a investire anche se possono contare su una posizione finanziaria liquida. Il passaggio da mutuatario netto a risparmiatore netto è stato particolarmente pronunciato per le imprese nei Paesi periferici e della coesione dopo la crisi finanziaria; tuttavia, a partire dagli inizi del 2017, in entrambe le regioni si registra un calo dell'eccedenza di risparmio delle imprese.

Figura 20 Quota delle passività transfrontaliere (%)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BEI basate sull'FMI.

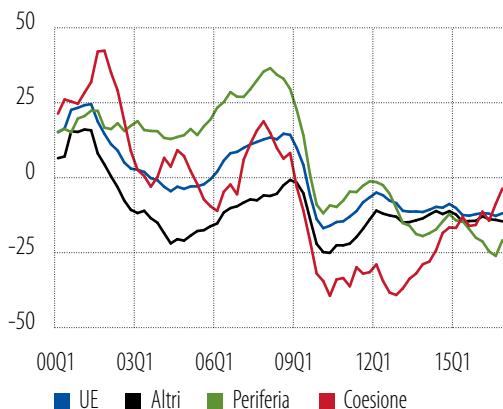
Figura 21 Costo nominale composto del finanziamento mediante ricorso al debito per le imprese nell'UE (% per anno, media mobile di tre mesi)



Ciò nonostante, molte imprese e banche non hanno ancora completato il processo di riduzione della leva finanziaria e questo contribuisce a spiegare la modestia della ripresa malgrado l'orientamento molto accomodante delle politiche monetarie e l'esistenza di politiche di bilancio lievemente favorevoli nell'insieme. La riduzione dell'indebitamento costituisce un fattore soprattutto nei Paesi periferici, nei quali le imprese hanno ridotto il rapporto tra il loro debito e il PIL di circa 20 punti percentuali (approssimativamente al 125%) e hanno quindi colmato in parte il divario con la media UE (circa il 95%).

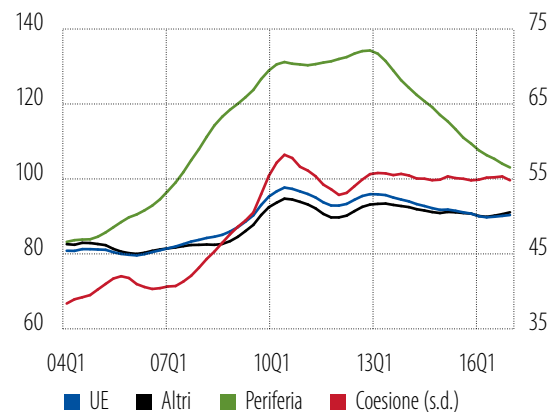
Fonte: elaborazioni degli esperti della BEI basate su BCE e Thomson Reuters.
 Nota: il costo complessivo del finanziamento è calcolato come media del costo dei prestiti bancari e del costo del debito emesso sul mercato, ponderata in base ai rispettivi importi in essere. Dati mensili fino a giugno 2017.

Figura 22 Indebitamento netto nominale in rapporto agli investimenti (%; settore delle imprese non finanziarie)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BEI basate sui conti settoriali di Eurostat.
 Nota: media mobile di quattro trimestri di dati non stagionalizzati. Dati fino al quarto trimestre del 2016.

Figura 23 Debito societario in rapporto al PIL (%)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BEI basate sui conti settoriali di Eurostat.
 Nota: dati fino al primo trimestre del 2017. Media mobile di quattro trimestri. Il debito è composto da prestiti bancari e strumenti di debito. L'Italia non è inclusa negli aggregati dei Paesi periferici poiché i suoi dati sono disponibili soltanto per un periodo di tempo molto limitato.

Di conseguenza, i prestiti bancari alle imprese continuano a ristagnare nonostante il perdurante calo dei costi di indebitamento. I prestiti bancari alle società non finanziarie continuano a evidenziare una modesta diminuzione nei Paesi periferici e una lievissima crescita nel gruppo degli «Altri Paesi dell'UE», con un apprezzato aumento della crescita – all'8% – nei Paesi della coesione. Il costo dei prestiti a breve e lungo termine e del finanziamento mediante ricorso al debito sul mercato ha continuato a diminuire.

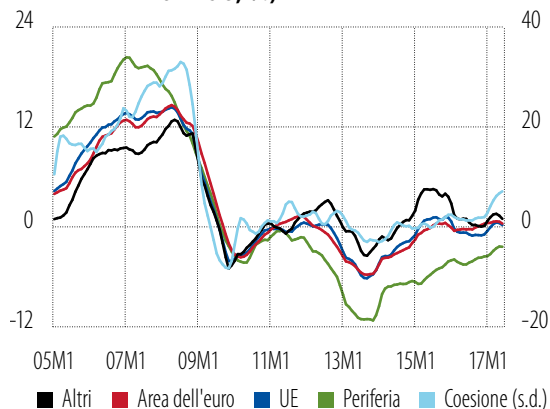
Risultati principali

Prosegue il processo di risanamento dei bilanci bancari, determinato dalle modifiche normative. I timori connessi all'impatto dei bassi tassi di interesse sulla stabilità finanziaria non si sono concretizzati e la liquidazione di tre banche, due in Italia e una in Spagna, nel 2017 è stata motivata maggiormente dall'elevata esposizione ai crediti deteriorati. La ripresa in atto dovrebbe agevolare una più rapida cessione di queste attività deteriorate e l'ulteriore adeguamento al nuovo contesto normativo.

I risultati delle indagini stanno a indicare che l'accesso al finanziamento non costituisce una preoccupazione rilevante per gran parte delle imprese, ma che vi sono vincoli localizzati. Il numero di imprese considerate sottoposte a vincoli di finanziamento rimane relativamente elevato in alcuni Paesi periferici e della coesione (quali Grecia, Portogallo e Polonia), mentre quello delle imprese che ritengono sufficiente il ricorso a fondi interni è altresì basso in alcuni di questi Paesi (ad esempio in Italia). L'insoddisfazione delle imprese per le condizioni di finanziamento è perlopiù connessa ai costi e alla disponibilità di garanzie reali.

Il ricorso al finanziamento è più difficile per le imprese di recente costituzione, di piccole dimensioni o innovative, oppure con livelli elevati di investimenti immateriali. Tali imprese risentono di norma degli elevati costi fissi del finanziamento e della mancanza di antecedenti in materia di prestiti; inoltre l'innovazione comporta attività di investimento più rischiose ed è difficile o impossibile costituire in garanzia le attività immateriali (anch'esse legate all'innovazione).

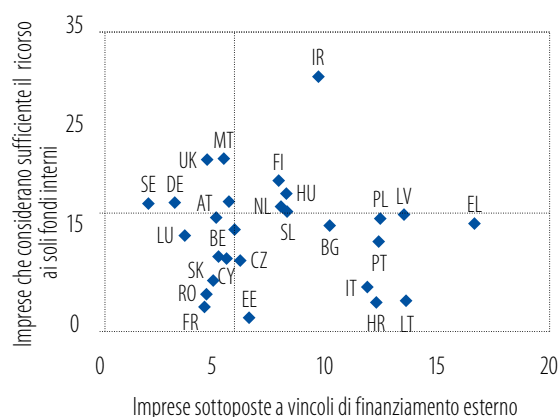
Figura 24 Prestiti bancari (tasso di crescita annuo, %)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BEI basate su BCE ed Eurostat.

Nota: dati fino a giugno 2017.

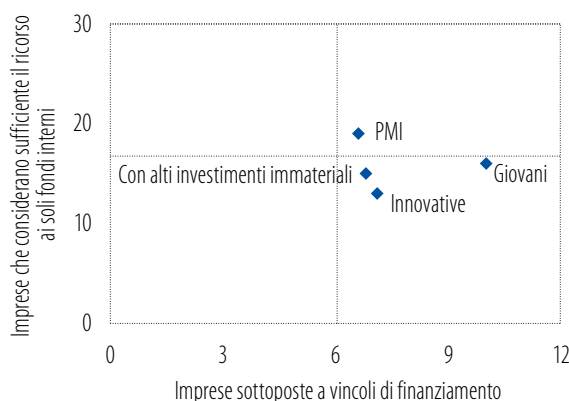
Figura 25 Diagramma a croce del finanziamento (% di imprese)



Fonte: EIBIS 2017.

Nota: la croce rossa indica la media dell'UE. Dati derivati dall'indicatore di vincoli finanziari e per le imprese che hanno selezionato l'opzione «è stato sufficiente il ricorso ai fondi interni/non è stato necessario ricorrere al finanziamento» come ragione principale per la mancata richiesta di finanziamento esterno. Base campionaria: tutte le imprese.

Figura 26 Diagramma a croce per tipologia di imprese (% di imprese)



Anche se un maggiore ricorso al finanziamento azionario favorirebbe un aumento della capacità di tenuta di fronte alle crisi finanziarie, esistono scarsi riscontri di una domanda insoddisfatta di questa tipologia di finanziamento. Le imprese continuano a preferire il capitale di debito a quello di rischio e la domanda di variazioni nella composizione del finanziamento è scarsa. La preferenza per il capitale di debito potrebbe derivare dal timore di perdere il controllo operativo e gli incentivi fiscali.

La disponibilità di una serie di opzioni di finanziamento a fronte di tipologie diverse di investimento appare vantaggiosa e offre alle imprese migliori opportunità di innovazione. Il credito bancario sembra particolarmente adatto per gli investimenti in attività materiali e il finanziamento esterno è di norma utilizzato in questi casi. Risulta tuttavia meno indicato per gli investimenti in attività immateriali, che sono di norma finanziati perlopiù attraverso gli utili non distribuiti o il ricorso a capitale di rischio. I crediti commerciali si sono rivelati durante la crisi un'ancora di salvezza per le imprese, che li hanno utilizzati come strumento per finanziare il capitale di esercizio.

Dobbiamo cogliere l'occasione che si presenta per affrontare la necessità di investimenti strutturali

Raccomandazioni:

La ripresa non significa che possiamo abbassare la guardia per quanto concerne gli investimenti. Non abbiamo la necessità di stimolare gli investimenti per ragioni anticicliche, ma dobbiamo occuparci del ritardo di investimenti accumulatosi durante la crisi per affrontare le esigenze strutturali di lungo periodo. In questo senso, sia gli investimenti pubblici sia quelli privati svolgono un ruolo fondamentale. Analogamente, esistono importanti opportunità di interventi mirati sul piano delle politiche volti ad allentare i vincoli specifici di finanziamento per le imprese al fine di promuovere l'innovazione e la crescita sostenibile.

Esiste l'esigenza di ridefinire le priorità per gli investimenti in infrastrutture e di sostenerli con una migliore programmazione e definizione di un ordine di priorità tra opportunità alternative di investimento. Ciò è fondamentale a tutti i livelli, compreso quello nazionale e dell'UE, in modo da superare i problemi connessi alla frammentazione del mercato unico. I miglioramenti nella capacità di programmazione e definizione delle priorità sono altresì particolarmente necessari a livello sub-nazionale dove si osservano debolezze significative, e ciò andrebbe di pari passo con una più incisiva azione a livello di ridefinizione delle priorità per i finanziamenti pubblici.

Per migliorare la produttività e la competitività dell'economia dell'UE occorre prestare attenzione all'innovazione, compresi gli investimenti in beni immateriali e in particolare nell'acquisizione di competenze, poiché l'UE sta perdendo terreno in questo ambito rispetto alle altre economie comparabili. Le competenze dovrebbero costituire una priorità importante e rilevante in tutta Europa, pur con possibili variazioni in termini di esigenze specifiche. La spesa per attività di R&S, specialmente da parte delle imprese, deve aumentare; le politiche dovrebbero tuttavia rivolgersi altresì all'intero ventaglio di tipologie di attività immateriali, che sono complementari e tutte importanti per l'innovazione.

Gli investimenti volti a mitigare gli effetti del cambiamento climatico devono accelerare per consentire all'Europa di mantenere la giusta rotta. Il fatto che l'Europa raggiungerà verosimilmente i propri obiettivi per il 2020 non rende meno necessario accelerare gli investimenti al fine di conseguire le riduzioni previste per il 2030 e per il periodo successivo, specialmente in considerazione del rallentamento degli investimenti in attività di mitigazione osservato dal 2012.

Risultati principali

Il completamento dell'Unione bancaria e i progressi verso l'Unione dei mercati dei capitali sono necessari per promuovere la stabilità, favorire la ripartizione dei rischi attraverso il canale privato e stimolare l'accelerazione del processo di convergenza. In un contesto in cui permane una certa frammentazione del sistema finanziario dell'UE e si registrano condizioni di mercato deboli, principalmente come conseguenza delle misure straordinarie di politica monetaria, occorre compiere dei passi avanti per garantire la resilienza a fronte del graduale ritiro delle azioni di stimolo monetario.

Occorre incoraggiare una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese per promuovere l'innovazione e la stabilità. Una minore dipendenza dal debito bancario e un maggiore ricorso al finanziamento mediante capitale di rischio sosterebbero la crescita delle imprese innovative di recente costituzione e gli investimenti in attività immateriali, oltre ad aumentare la capacità di tenuta del settore delle imprese a fronte di tensioni in quello bancario. Tuttavia, poiché le imprese non chiedono in media maggiori capitali di rischio, il problema non risiede soltanto dal lato dell'offerta; occorre altresì prestare attenzione agli incentivi. Le politiche volte a incoraggiare il ricorso al finanziamento azionario, compreso il *private equity* e il *venture capital*, sono fondamentali. Anche le garanzie possono costituire uno strumento efficace di miglioramento degli incentivi al ricorso al canale bancario per le categorie di imprese sottoposte a vincoli di finanziamento. Tali misure volte ad allentare i vincoli finanziari per le imprese di recente costituzione, di piccole dimensioni e innovative agevoleranno i processi di aggiustamento e promuoveranno un miglioramento della crescita della produttività e della competitività.

Le riforme intese a migliorare il contesto economico aiuteranno le imprese a gestire l'incertezza, accresceranno l'efficienza nell'allocazione delle risorse e promuoveranno l'innovazione. Il miglioramento del contesto economico non può essere ottenuto da un giorno all'altro, ma dovrebbe comportare una disciplina meno onerosa e più intelligente dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, oltre che riforme volte ad agevolare la costituzione di nuove imprese e l'uscita ordinata di altre dal mercato ove necessario.

La Banca europea per gli investimenti

La Banca europea per gli investimenti (BEI), la banca dell'UE, svolge un importante ruolo di catalizzatore nel promuovere solidi progetti di investimento a sostegno degli obiettivi politici dell'UE in Europa e altrove. Nel 2016 la BEI ha fornito 75 miliardi di EUR in finanziamenti a lungo termine per sostenere investimenti produttivi privati e pubblici, mentre il Fondo europeo per gli investimenti (FEI) ha fornito 9,5 miliardi di EUR. Secondo una prima stima, nell'insieme questo ha contribuito alla realizzazione di progetti di investimento del valore di circa 280 miliardi di EUR.

La BEI è sia una banca sia un'istituzione pubblica. Come banca, raccoglie fondi sui mercati internazionali dei capitali facendo leva sul suo *rating* AAA. Come istituto pubblico di proprietà dei 28 Stati membri dell'UE, presta tali fondi per finanziare progetti di investimento che affrontano i fallimenti sistemici del mercato o gli ostacoli finanziari, destinati a quattro settori prioritari in sostegno di una crescita sostenibile intelligente e della creazione di posti di lavoro: innovazione e competenze, PMI, azione a favore del clima e infrastrutture strategiche.

La BEI realizza operazioni valide conformandosi ai più elevati standard. Tutti i progetti finanziati dalla BEI devono essere bancabili, ma anche soddisfare rigorosi criteri economici, tecnici, ambientali e sociali per poter dare risultati tangibili nel migliorare la vita delle persone. Oltre alle attività di prestito, anche quelle di finanziamento combinato (*blending*) possono contribuire a far leva sulle risorse disponibili concorrendo ad esempio a trasformare i fondi dell'UE in prodotti finanziari quali prestiti, garanzie e strumenti di capitale di rischio. Le attività di consulenza e l'assistenza tecnica possono aiutare i progetti a decollare e aumentare al massimo l'efficacia della spesa.

Gli investimenti sostenuti dal Gruppo BEI esercitano un impatto forte e durevole sull'economia dell'UE. Operando di stretto concerto con il Centro comune di ricerca della Commissione europea, gli economisti della BEI hanno utilizzato il consolidato modello RHOMOLO per stimare l'impatto macroeconomico futuro delle operazioni sostenute dalla Banca nell'UE. Secondo le previsioni, entro il 2020 gli investimenti sostenuti dal Gruppo BEI nel 2015 e nel 2016 aggiungeranno circa il 2,3% al PIL dell'Unione e circa 2,25 milioni di nuovi posti di lavoro. Essi dovrebbero altresì esercitare un effetto strutturale di più lungo periodo sulla produttività e la competitività, determinando un aumento stimato del PIL di circa l'1,5% e dei posti di lavoro di circa 1,27 milioni di unità rispetto allo scenario di base in assenza di interventi da parte della Banca.

Il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) svolge un ruolo fondamentale nelle attività del Gruppo BEI nel quadro del Piano di investimenti per l'Europa. Alla metà di settembre 2017 erano state approvate 572 operazioni del FEIS in 28 Stati membri dell'UE, che potrebbero mobilitare il 75% dell'importo complessivo previsto di 315 miliardi di EUR. Si prevede che gli investimenti sostenuti dal FEIS sino alla fine del 2016 determinino entro il 2020 un miglioramento dello 0,67% del PIL e la creazione di 690 000 posti di lavoro, con un impatto durevole atteso pari allo 0,4% del PIL e a 340 000 nuovi posti di lavoro dopo 20 anni (2036).



La Relazione sugli investimenti: i contenuti

La Relazione della BEI sugli investimenti nel periodo 2017-2018 (*Investment Report 2017/2018: from recovery to sustainable growth*) è intesa a fornire uno strumento di monitoraggio che presenta una panoramica completa degli sviluppi e delle determinanti degli investimenti e del loro finanziamento nell'UE. Essa abbina l'analisi e la comprensione delle tendenze e degli sviluppi fondamentali di mercato a un particolare approfondimento tematico, che quest'anno è dedicato all'impatto dell'incertezza, dell'innovazione e dell'allocatione delle risorse sugli investimenti delle imprese. La relazione costituisce il risultato di analisi interne della BEI e collaborazioni con eminenti esperti del settore. È articolata in tre parti dedicate agli andamenti recenti degli investimenti fissi lordi e del capitale immateriale (parte I), del finanziamento degli investimenti (parte II) e degli investimenti delle imprese con riferimento all'incertezza, all'innovazione e all'allocatione delle risorse (parte III).

La relazione include i risultati più recenti dell'Indagine annuale della BEI sugli investimenti (*EIB Investment Survey*, EIBIS). L'indagine riguarda circa 12 500 imprese in tutta l'UE e include un ampio ventaglio di domande sugli investimenti delle imprese e il finanziamento degli investimenti. Offre pertanto una grande quantità di informazioni specifiche a livello di impresa sulle decisioni di investimento e le scelte di finanziamento degli investimenti, che vanno a integrare le statistiche macroeconomiche standard. L'edizione 2017 dell'EIBIS include altresì un'indagine riguardante il finanziamento, la programmazione e le esigenze in materia di infrastrutture condotta presso 555 Comuni di grandi dimensioni nell'UE.

Principali contributi alla relazione di quest'anno:

Responsabile della Relazione: Debora Revoltella; Coordinatore della Relazione: Atanas Kolev; Introduzione: Atanas Kolev con il contributo di Senad Lekpek (Riquadro 1); Capitolo 1: Atanas Kolev (responsabile del capitolo), Philipp-Bastian Brutscher, Rocco Luigi Bubbico, Anna-Leena Asikainen (Riquadro 2) e Christopher Hols (Riquadro 3); Capitolo 2: Philipp-Bastian Brutscher e Andreas Kappeler; Capitolo 3: Christoph Weiss (responsabile del capitolo), Rocco Luigi Bubbico (Riquadro 1), Philipp-Bastian Brutscher (Riquadro 2), Annalisa Ferrando (BCE) e Senad Lekpek (Riquadro 3) e Beñat Bilbao-Osorio (Riquadro 4, Commissione europea); Capitolo 4: Geoffrey Frewer; Capitolo 5: Laurent Maurin (responsabile del capitolo), Koray Alper, Julien Castelain (Riquadri 1 e 2), Moustafa Chatzouz (FEI), Salome Gvetadze (FEI), Helmut Kraemer-Eis (FEI), Frank Lang (FEI), Wouter Torfs (FEI), e Patricia Wruuck; Capitolo 6: Laurent Maurin (responsabile del capitolo), Philipp-Bastian Brutscher, Rocco Luigi Bubbico, Moustafa Chatzouz (FEI), Aron Gereben, Salome Gvetadze (FEI), Helmut Kraemer-Eis (FEI), Frank Lang (FEI), Wouter Torfs (FEI), Christopher Hols (Riquadro 1), e Marcin Wolski; Capitolo 7: Sebnem Kalemli-Ozcan (University of Maryland, CEPR e NBER), Annalisa Ferrando (Banca centrale europea) e Carsten Preuss (Università di Potsdam) con il contributo di Marcin Wolski; Capitolo 8: Eric Bartelsman (Vrije Universiteit Amsterdam e Tinbergen Institute), Cindy Chen (Vrije Universiteit Amsterdam e Tinbergen Institute) e Atanas Kolev; Capitolo 9: Reinhilde Veugelers (KU Leuven e Bruegel), Annalisa Ferrando (BCE), Senad Lekpek e Christoph Weiss, con il contributo di Geneviève Villette (Riquadro 1, Eurostat); Capitolo 10: Yuriy Gorodnichenko (University of California, Berkeley), Debora Revoltella, Jan Svejnar (Columbia University) e Christoph Weiss.

Il Dipartimento Analisi economiche della BEI

La missione del Dipartimento Analisi economiche della BEI è fornire analisi e studi economici per sostenere le operazioni della Banca e la definizione delle sue posizioni, strategie e politiche. Il Dipartimento, composto da un team di 40 economisti, è diretto da Debora Revoltella (Direttrice delle Analisi economiche).

La Banca europea per gli investimenti

La BEI è la banca dell'Unione europea. In qualità di organismo multilaterale più grande del mondo che assume ed eroga prestiti, offriamo finanziamenti e competenze per progetti di investimento solidi e sostenibili, perlopiù nell'UE. I nostri azionisti sono i 28 Stati membri e i progetti che sosteniamo contribuiscono alla realizzazione degli obiettivi politici dell'Unione. Nell'ambito del nostro mandato esterno, contribuiamo anche all'attuazione del pilastro finanziario della politica estera dell'Unione europea.

Esonero di responsabilità

I pareri espressi nella presente pubblicazione sono degli autori e non rispecchiano necessariamente la posizione della BEI.

2017

RELAZIONE SUGLI INVESTIMENTI 2017/2018



**Banca
europea per gli
investimenti**

la banca dell'UE

Banca europea per gli investimenti
98-100, boulevard Konrad Adenauer
L-2950 Luxembourg

☎ +352 4379-1

☎ +352 437704

www.eib.org – ✉ info@eib.org

🐦 twitter.com/EIB

📘 facebook.com/EuropeanInvestmentBank

📺 youtube.com/EIBtheEUBank

RISULTATI PRINCIPALI

© European Investment Bank, 11/2017

print: QH-04-17-964-IT-C ISBN 978-92-861-3500-2 doi:10.2867/84968
digital: QH-04-17-964-IT-N ISBN 978-92-861-3495-1 doi:10.2867/448259

