



AIBE Index

**Osservatorio sull'attrattività dell'Italia
presso gli investitori esteri**

Rapporto di autunno 2025

Roma/Milano, ottobre 2025

Indice

Premessa e considerazioni di sintesi	3
1. Epidemia di fragilità o avanzamento italiano nel contesto europeo?.....	5
2. La dimensione del mercato dei capitali come elemento di sviluppo ...	12
3. Il Super Index Aibe 2025	14
<i>APPENDICE METODOLOGICA PER IL SUPER INDEX AIBE</i>	17

PREMESSA E CONSIDERAZIONI DI SINTESI

Il rapporto autunnale congiunto Aibe – Censis cerca quest’anno di inquadrare l’attrattività del Sistema-Paese Italia prendendo in esame alcuni elementi strutturali, quali il livello del debito, l’andamento degli interessi sui Titoli di Stato, la dimensione del mercato dei capitali, le valutazioni delle agenzie di rating, il tutto nel confronto con le altre principali economie europee. Inoltre, l’aggiornamento del Super Index Aibe permette di allargare il confronto su scala globale.

Nel corso degli ultimi anni si è diffusa una certa visione virtuosa dell’Italia, come se alcune tare storiche fossero state superate, con il rientro del Paese all’interno di quei parametri ritenuti normali per un’economia avanzata come la sua. Osservando, tuttavia, i dati nel medio periodo nel confronto con le altre economie europee, emerge un quadro per certi versi più complesso, in cui la percezione di un avanzamento italiano è in larga parte imputabile al peggioramento delle condizioni delle economie degli altri Paesi europei.

Considerando, ad esempio, il livello dello spread tra i Titoli a 10 anni italiani e tedeschi, il livello è tornato sotto i 100 punti base, dopo il lungo periodo travagliato apertosi nel 2010 con la crisi dei debiti sovrani. Tuttavia, in questo momento il rendimento dei titoli fluttua intorno al 3,50%, un livello certo inferiore rispetto a 3 anni fa quando l’ordine geopolitico mondiale ha incominciato a correre su un piano inclinato, ma superiore rispetto a tutti gli anni precedenti dal 2014 in poi.

Anche il livello del debito pubblico è rientrato nella “normalità” dopo gli anni pandemici, ma è comunque più alto rispetto al 2019, essendosi assestato alla fine del 2024 al 134,9% del Pil. L’unico fronte in cui il Paese si sta distinguendo rispetto al passato nel confronto con gli altri paesi europei riguarda il livello di indebitamento netto, che dovrà comunque continuare a decrescere nei prossimi anni, dal momento che il patto di stabilità è tornato in vigore, e che nella sua equiparazione delle spese in conto capitale con le spese correnti rischia di togliere respiro alla possibilità di un rilancio dell’economia guidato da meditati investimenti pubblici.

Si confermano, per questi motivi, i voti delle agenzie di rating per l’Italia sulla scala delle economie affidabili ma non eccelse, con il Baa3 di Moody’s e il BBB+ di S&P e Fitch, mentre gli altri Paesi europei riescono ancora a difendere valutazioni migliori, tutte gravitanti nelle varie gradazioni delle “A”.

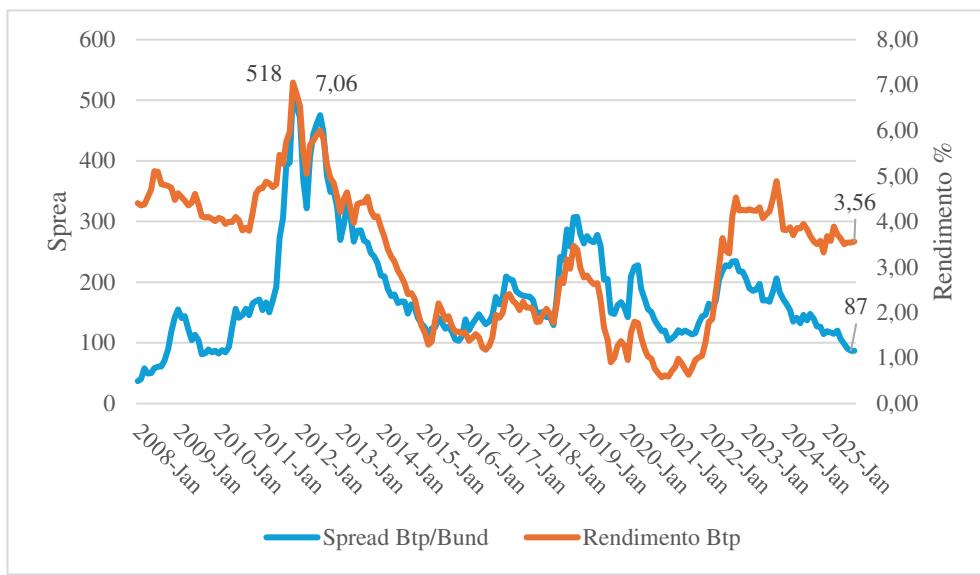
Anche per quanto riguarda la dimensione del mercato dei capitali, l’Italia non sembra ancora aver superato il male atavico di una borsa tutto sommato contenuta, che non permette un’ampia circolazione dei capitali. La sua dimensione è di poco inferiore a quella spagnola - ma è decisamente più piccola se messa in relazione al Pil, 34% per l’Italia e 46% per la Spagna – è circa un terzo della borsa tedesca e di quella francese, e poco più di un quinto di quella del Regno Unito.

Dalle precedenti osservazioni, si comprende chiaramente il motivo per cui l’Italia rimanga stazionaria al nono posto nella classifica del Super Index riguardante le economie più avanzate. Il suo apparente avanzamento si scontra con una serie di nodi storici che sono lungi dall’essere sciolti, lasciando sicuramente spazio al riconoscimento di aver saputo navigare nelle acque incerte degli ultimi anni, ma chiamando a massima cautela nella celebrazione per il raggiungimento di supposti grandi traguardi.

1. EPIDEMIA DI FRAGILITÀ O AVANZAMENTO ITALIANO NEL CONTESTO EUROPEO?

Nell'ultimo anno, quotidiani della stampa internazionale più accreditata, come il Times, il Financial Times, Le Monde, il New York Times, ecc., hanno restituito l'immagine di un'Italia tornata solida ed affidabile agli occhi dei mercati e degli investitori istituzionali. La percezione di un miglioramento del quadro macroeconomico del Paese, e della relativa fiducia da ciò conseguente, è derivata in larga parte da un riavvicinamento del rendimento dei Titoli di Stato a 10 anni italiani con quelli degli altri Paesi europei. Prendendo come riferimento i Bund tedeschi, considerati classicamente dagli investitori come titoli rifugio in tempi incerti, lo spread è tornato sotto i 100 punti base dopo più di 15 anni, assestandosi a settembre a 87 punti con i rendimenti dei titoli a 10 anni al 3,56%, numeri ben lontani dai massimi della storia recente, con lo spread a 518 punti e i titoli al 7,06%, nei giorni peggiori della crisi dei debiti sovrani nel novembre del 2011 (Fig. 1).

Fig. 1 – Spread Btp/Bund a 10 anni e rendimento Btp, dati mensili, Jan. 2008 - Sept. 2025 (punti base e val. %)



Fonte: elaborazione Censis su dati Ocse

Tuttavia, il solo indicatore di confronto tra i Titoli di Stato non mostra se la convergenza sia stata determinata da un miglioramento dei fondamentali dell'economia italiana, da un peggioramento di quelli dell'economia tedesca o da un incrocio di queste due dinamiche.

L'andamento del rendimento dei Titoli di Stato a 10 anni tedeschi restituisce una prima indicazione in questo senso. Nel 2022, a seguito dello scoppio del conflitto russo-ucraino, il rendimento dei Bund è tornato sopra il 2% dopo più di dieci anni dalla tempesta finanziaria del novembre 2011 (fig. 2). Nel giro di 48 ore, prima con il blocco dell'attivazione del gasdotto Nord-Stream 2 da parte del cancelliere Scholz, e poi il 24 febbraio con l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, si è chiusa la stagione Merkaliana della stabilità tedesca, caratterizzata da una forte competitività dell'industria poggiante su energia a basso costo, rigorismo fiscale e surplus commerciale con il resto del mondo. In tal senso, la convergenza dell'Italia con la Germania fotografata dalla riduzione dello spread sembrerebbe dipendere in non trascurabile misura da un mutamento dei fondamentali della locomotiva europea.

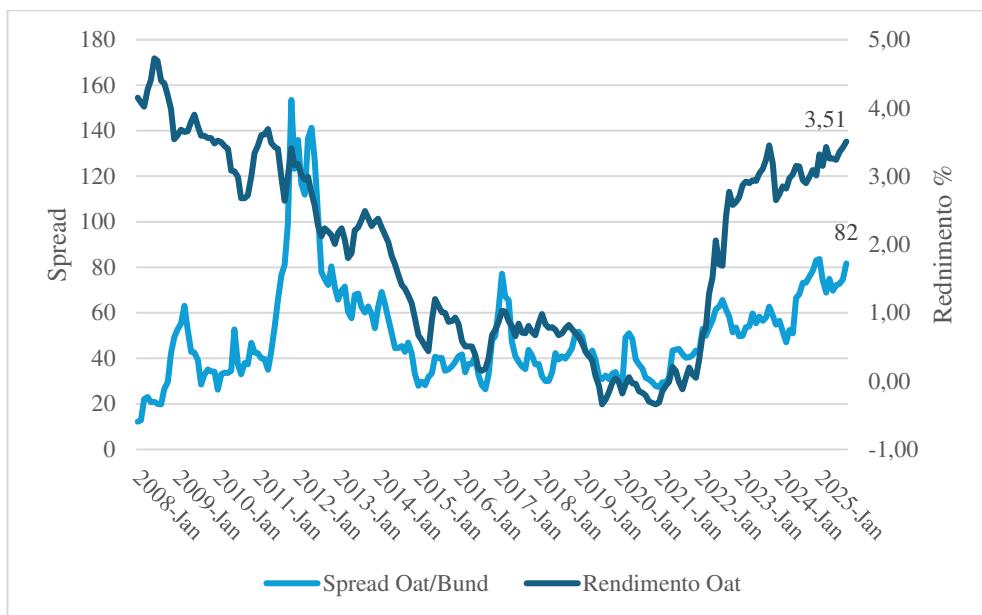
Fig. 2 – Rendimenti dei Titoli di Stato tedeschi a 10 anni (val. %)



Fonte: elaborazione Censis su dati Ocse

Allargando il discorso alle altre principali economie europee, si nota che per quanto riguarda la Francia, il differenziale con i Titoli tedeschi è cresciuto significativamente negli ultimi anni, attestandosi a settembre a 82 punti base, con i tassi di interesse al 3,51% (Fig. 3). L'avvicinamento tra l'Italia e l'economia transalpina sul piano della fiducia accordata dai mercati può essere letto come il riflesso della seria instabilità istituzionale che sta colpendo la Francia congiuntamente all'aumento del suo debito pubblico.

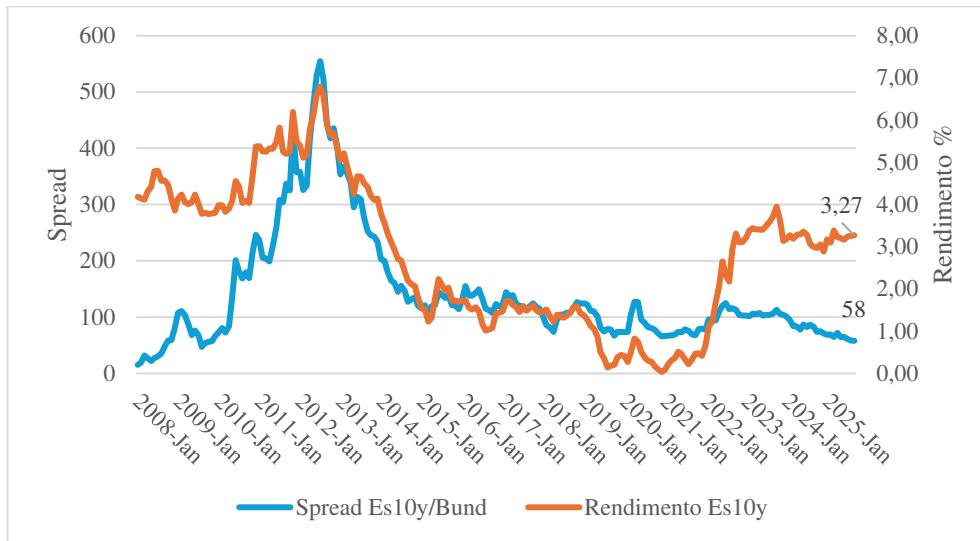
Fig. 3 – Spread Oat/Bund a 10 anni e rendimento Oat, dati mensili, Jan. 2008 - Sept. 2025 (punti base e val. %)



Fonte: elaborazione Censis su dati Ocse

Dall'altra parte, la Spagna si trova in una situazione simile a quella italiana, caratterizzata da un riavvicinamento costante con la Germania e con lo Spread sceso sotto quota 100 nel corso degli ultimi due anni. Tuttavia, il quadro della Spagna, considerando il solo dato sui rendimenti dei Titoli, risulta migliore di quello dell'Italia e anche della Francia, con lo spread poco sopra i 50 punti base e i Titoli al 3,27% (fig. 4)

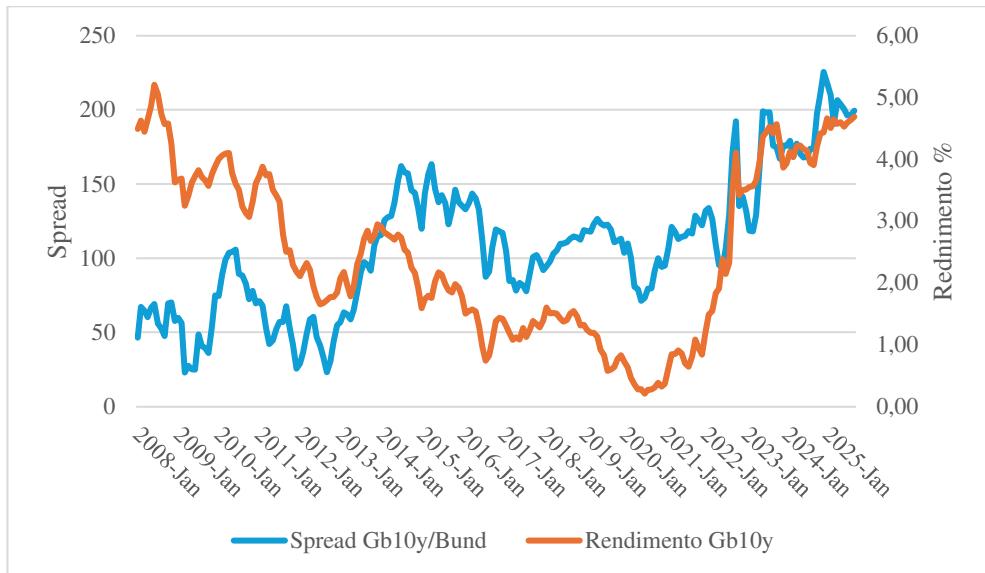
Fig. 4 – Spread Es10y/Bund a 10 anni e rendimento Es10y, dati mensili, Jan. 2008 - Sept. 2025 (punti base e val. %)



Fonte: elaborazione Censis su dati Ocse

Infine, il Regno Unito mostra il quadro peggiore per quanto riguarda la fiducia riposta dai mercati con lo spread intorno ai 200 punti base e i tassi di interesse vicini al 5% (fig. 5).

Fig. 5 – Spread Gb10y/Bund a 10 anni e rendimento Gb10y, dati mensili, Jan. 2008 - Sept. 2025 (punti base e val. %)

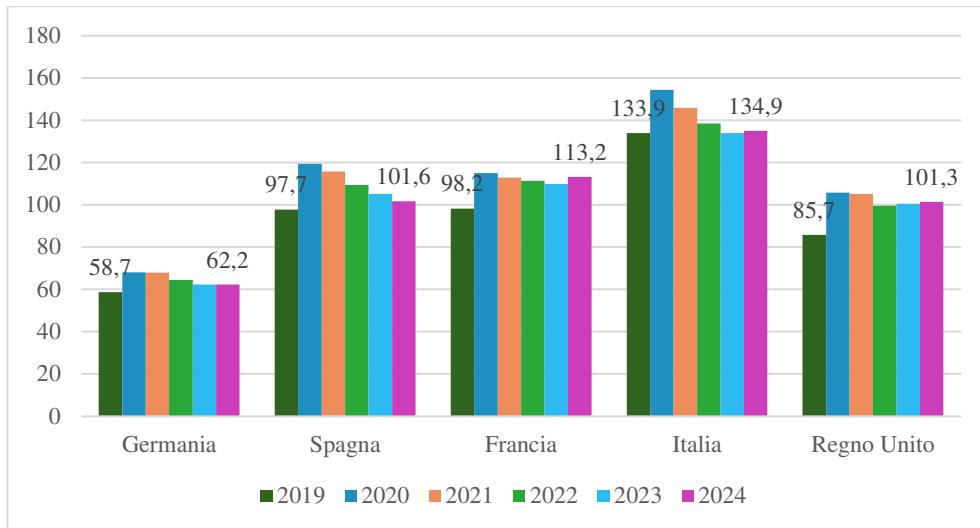


Fonte: elaborazione Censis su dati Ocse

La variazione dei tassi di interesse e il relativo differenziale tra i titoli tra i paesi è profondamente legato all’andamento dell’indebitamento pubblico. Il fenomeno sottostante alla crescita dello spread per Francia e Gran Bretagna è riconducibile a una forte crescita del debito rispetto al periodo prepandemico: per la Francia passato dal 98,2% del 2019 al 113,2% del 2024 e per la Gran Bretagna dall’85,7% al 101,3% (fig.6). Per quanto riguarda, invece, Germania, Spagna e Italia, il debito risulta comunque più alto rispetto al 2019 ma con variazioni più contenute: per la Germania è passato dal 58,7% del Pil al 62,2%, per la Spagna dal 97,7% al 101,6% e per l’Italia dal 133,9% al 134,9%.

Analogamente, l’indebitamento netto è arrivato al 5,8% per la Francia, al 6% per il Regno Unito, al 3,2% per la Spagna, al 3,4% per l’Italia e al 2,7% per la Germania (tab. 1).

Fig. 6 – Debito pubblico in percentuale del Pil delle principali economie europee, 2019 – 2024, (val. %)



Fonte: elaborazione Censis su dati Eurostat e Office of National Statistics-UK Statistics Authority

Tab. 1 - Debito pubblico e indebitamento netto in percentuale del Pil, 2024

	% del Pil	
	Debito pubblico	Indebitamento netto
Italia	134,9	-3,4
Francia	113,2	-5,8
Germania	62,2	-2,7
Spagna	101,6	-3,2
Regno Unito	101,3	-6,0

Fonte: elaborazione Censis su dati Eurostat e Office of National Statistics-UK Statistics Authority

Dall’incrocio degli indicatori strutturali dei Paesi considerati, emerge in maniera più chiara la parabola della credibilità finanziaria italiana, migliorata agli occhi degli investitori per il convergere di due fattori: da un lato, il peggioramento delle condizioni di sviluppo di alcune delle maggiori economie europee, dall’altro, il ritorno dell’Italia, dopo la crisi pandemica, a

un certo rigorismo fiscale in grado di mantenere i conti pubblici all'interno dei margini che si sono delineati dopo la crisi del debito del 2011. In questo senso, la percezione del miglioramento della situazione italiana è l'effetto del peggioramento del quadro internazionale congiunto a una certa capacità reattiva del Paese. Se ciò delinea certamente un avanzamento della credibilità del Paese agli occhi degli investitori e dei mercati, non è tuttavia sufficiente per definire passato l'eccezionalismo italiano, caratterizzato da un indebitamento endemico che ne limita gli spazi di manovra.

Per questo motivo, le tre principali agenzie di rating – Moody's, S&P e Fitch – assegnano delle valutazioni sulla solidità finanziaria dell'Italia inferiori rispetto a quelle degli altri Paesi considerati. Il Baa3 di Moody's, il BBB+ di S&P e Fitch, pone i creditori dell'Italia di fronte a un livello di solvibilità sul lungo termine relativamente sicuro, ma inferiore rispetto alle varie gradazioni di A assegnate a Francia, Germania, Spagna e Regno Unito (tab. 2).

Tab. 2 - Rating di lungo termine delle agenzie Standard & Poor's, Moody's e Fitch

	Moody's	S&P		Fitch	
Italia	Baa3	23 mag 25	BBB+	10 ott 25	BBB+
Francia	Aa3	1 ott 25	AA-	28 feb 25	A+
Germania	Aaa	9 mag 25	AAA	13 giu 25	AAA
Spagna	A3	26 set 25	A+	12 set 25	A
Regno Unito	Aa3	20 ott 23	AA	18 ott 24	AA-
					22 ago 25

Fonte: elaborazione Censis su dati Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings

2. LA DIMENSIONE DEL MERCATO DEI CAPITALI COME ELEMENTO DI SVILUPPO PER L'ITALIA

L'attrattività e la buona salute di un'economia avanzata si misura anche attraverso la dimensione del mercato dei capitali e il rapporto che intrattiene con l'economia reale. L'Italia, con il suo sistema produttivo caratterizzato da una prevalenza di piccole imprese - spesso a conduzione familiare e abituata a finanziarsi tramite il risparmio o il debito bancario - soffre storicamente di una scarsa circolazione dei capitali. Osservando la capitalizzazione delle borse nazionali secondo l'indice Morningstar, l'Italia risulta all'ultimo posto sia per la dimensione di borsa, attualmente intorno ai 750 miliardi di euro, sia per il peso della capitalizzazione delle società quotate sul Pil, pari al 34% (Tab. 3). In confronto, la Spagna vede una borsa nazionale grande poco più di quella italiana, ma che vale quasi la metà del Pil del Paese.

Discorso a parte, invece, meriterebbe la Germania, che ha un mercato dei capitali che vale circa 2mila miliardi di euro, ma che rapportato al Pil arriva solo al 46%. Ciò non dipende, come in Italia, tanto da una questione di dimensioni delle imprese, quanto dal diverso modello di governance aziendale, orientato agli stakeholders più o meno coinvolti nella produzione. In questo sistema, la partecipazione di banche, lavoratori e altri soggetti istituzionali nelle scelte strategiche delle aziende, porta le imprese a privilegiare modalità di finanziamento meno soggette alle fluttuazioni del mercato, a differenza del modello anglosassone in cui la proprietà è tendenzialmente più diffusa nelle mani di azionisti. Per questo motivo si parla del modello continentale dello *Stakeholderism*, divergente rispetto allo *Shareholderism* anglosassone. Questa sostanziale differenza si riflette naturalmente sulla dimensione del mercato dei capitali, il quale supera i 3mila miliardi nel Regno Unito, arrivando ad eguagliare quasi il valore del Pil. La Francia si trova in una posizione intermedia tra i due modelli, con una borsa che vale circa 200 miliardi in più rispetto a quella tedesca e il 75% del Pil.

Anche un paper di Banca d'Italia rileva l'anomalia della dimensione del mercato dei capitali in confronto al Pil per l'Italia. Osservando la differenza

tra le principali economie europee, emerge che la Francia e il Regno Unito hanno una quota di imprese presenti sul mercato dei capitali superiore rispetto all’Italia e mostrano una finanziarizzazione del sistema produttivo più accentuata. Per quanto riguarda, invece, Spagna e Germania, la differenza, più che nel numero, risiede nella dimensione maggiore delle imprese quotate.

Tab. 3 – Dimensioni delle borse nazionali in triliardi di euro e in % del Pil, valore del Pil al 2024 in triliardi di euro

	Triliardi di euro	% del Pil	Pil in triliardi di euro
Italia	0,75	0,34	2,2
Spagna	0,76	0,48	1,5
Germania	2	0,46	4,3
Francia	2,2	0,75	2,9
Gran Bretagna	3,3	0,97	3,4

Fonte: elaborazione Censis su dati Morningstar, Eurostat e Ocse

Il problema del basso ricorso delle imprese italiane al mercato dei capitali è stato sottolineato anche nell’ultima relazione annuale di Banca d’Italia. Secondo gli analisti di Palazzo Koch, il numero di imprese che hanno abbandonato la borsa durante il 2024 – il cosiddetto fenomeno del delisting – ha superato il numero di nuove imprese quotate, 27 uscite contro 20 ingressi. Inoltre, tra il 2021 e il 2024, considerando le sole imprese non finanziarie, la perdita di capitalizzazione è stata pari a circa 100 miliardi tra il 2021 e il 2024, dimostrando lo scarso ricorso del settore industriale italiano alla leva finanziaria.

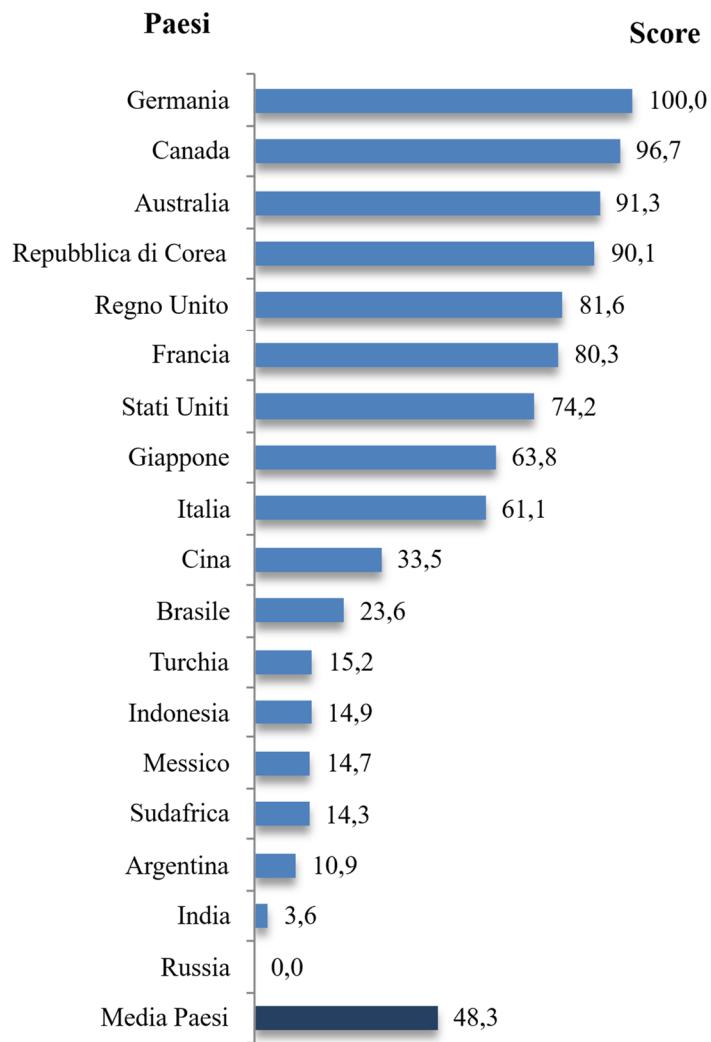
3. IL SUPER INDEX AIBE 2025

Il livello di attrattività di un Paese può essere misurato solamente attraverso l’incrocio di indicatori socioeconomici di natura eterogenea. In questo senso, il super indice sintetico Aibe, prende in esame 18 paesi del G20 e stila una classifica che restituisce agli osservatori esterni il grado di solidità complessiva di un Paese secondo alcuni parametri. Al primo posto, nel 2025, risulta la Germania, seguita dal Canada, l’Australia e la Corea del Sud. L’Italia si colloca a metà classifica, dopo il Giappone e sopra Paesi come la Cina, la Turchia e il Brasile (Fig. 7).

I 13 indicatori che costituiscono l’indice spaziano dalla percentuale di persone in età attiva, agli investimenti diretti esteri, alle performance della logistica, al livello della corruzione, ecc. (Tab. 4). Prendendo in considerazione i singoli indicatori, l’Italia riporta il miglior risultato sulla quota di export sul Pil, posizionandosi al quinto posto, mentre il risultato peggiore riguarda la percentuale di persone in età attiva, che vede l’Italia al penultimo posto, con solo Francia e Giappone che fanno peggio. Per quanto riguarda gli altri indicatori, il posizionamento dell’Italia è sempre intorno alla metà della classifica: ottavo posto per il Pil pro capite, undicesimo per gli investimenti diretti esteri, decimo per il livello di innovazione, nono per il livello di corruzione, ecc.

Per quanto riguarda il confronto tra i vari Paesi, la classifica riflette alcune differenze qualitative tra le economie prese in considerazione; nella parte alta della classifica vi sono solo paesi Ocse, che riportano bassi punteggi - Corea esclusa - solo per l’indicatore della quota di popolazione in età attiva, per via della transizione demografica che stanno attraversando. Nella parte bassa della classifica, invece, vi sono le principali economie afferenti al gruppo dei Brics che, oltre che per le popolazioni più giovani, riportano buoni punteggi anche per quanto riguarda gli investimenti diretti esteri e le quote di esportazioni sul Pil.

Fig. 7 - Punteggi del Super Index Aibe 2024



Fonte: elaborazione Censis su dati vari

Tab. 4 - Rank dei singoli indicatori che concorrono alla costruzione del Super Indice AIBE

Indicatore	% di popolazione in età attiva (15-64 anni)	PIL pro capite in USD Ppa correnti	Investimenti diretti esteri (% sul Pil)	Esportazioni (% sul Pil)	GII: global innovation index	Corruption Perception Index	Legatum Prosperity Index	Logistic Performance Index	Network readiness index	Environmental Performance Index	Gsma Mobile Connectivity Index	The Fragile States Index (Fsi)	Rule of Law Index
Fonte	Ocse	Fondo Monetario Internazionale	Banca Mondiale	Banca Mondiale	World Intellectual Property Organization	Transparency International	Legatum Institute	Banca Mondiale	Portulans Institute	Università di Yale e Columbia	Gsma	Fund for peace	World Justice Project
Anno	2024	2024	2024	2024	2025	2024	2023	2023	2024	2024	2024	2024	2024
Germania	15	2	10	2	5	2	1	1	4	1	1	3	1
Canada	10	5	3	6	8	2	3	2	5	6	6	1	3
Australia	12	3	2	10	9	1	4	7	7	4	2	2	2
Repubblica di Corea	1	6	9	1	2	8	8	5	2	10	8	5	6
Regno Unito	14	7	17	8	3	4	2	7	3	2	3	7	5
Francia	17	4	6	4	7	6	7	3	8	3	5	4	7
Stati Uniti	13	1	8	18	1	7	6	5	1	8	4	10	8
Giappone	18	9	15	13	6	4	5	3	6	5	7	6	4
Italia	16	8	11	5	10	9	9	7	10	7	9	8	9
Cina	2	13	16	15	4	10	10	7	9	16	10	12	15
Brasile	4	15	1	16	13	15	13	14	12	9	13	15	14
Turchia	5	11	12	9	12	15	17	12	15	15	12	18	17
Indonesia	3	16	7	11	14	13	12	15	13	17	14	11	12
Messico	7	14	4	3	15	17	14	16	16	13	15	13	18
Sudafrica	9	17	14	7	17	11	15	7	18	14	17	14	10
Argentina	8	12	5	17	18	13	11	17	17	11	16	9	11
India	6	18	13	14	11	12	18	12	14	18	18	16	13
Russia	11	10	18	12	16	18	16	18	11	12	11	17	16

Fonte: elaborazione Censis su dati vari

APPENDICE METODOLOGICA PER IL SUPER INDEX AIBE

Per la costruzione dell'indicatore sintetico è stato utilizzato un metodo di sintesi basato sulla misurazione dei fenomeni multidimensionali formulato da Matteo Mazziotta e Adriano Pareto (Istat), definito anche come “metodo delle penalità per coefficiente di variazione”.

Il criterio utilizzato standardizza gli indicatori di partenza, in modo da depurarli sia dall'unità di misura che dalla loro variabilità ed utilizza come funzione di aggregazione una media aritmetica, corretta mediante un coefficiente di penalità che dipende, per ciascuna unità, dalla variabilità degli indicatori rispetto al loro valor medio. Depurare dalla variabilità consente di penalizzare il punteggio delle unità che, a parità di media aritmetica, hanno un maggiore squilibrio tra i valori degli indicatori.

L'indice finale "Super Index AIBE" è stato costruito sulla base di indicatori socioeconomici tratti dalle più autorevoli fonti internazionali, di cui alcuni sono *hard data*, dati di contesto rilevati, come il PIL, altri sono *soft data*, desunti da surveys, come il *Corruption Perception index*, il *Legatum Prosperity Index*, ecc. L'indice ottenuto è di semplice determinazione ed è facilmente interpretabile e comparabile nel tempo.

Di seguito gli indicatori utilizzati riportati secondo le fonti e gli anni di riferimento:

Indicatori	Fonti	Anni
Quota di popolazione in età attiva (% 15-64 anni)	Oecd	2024
PIL pro capite in <i>USD PPP</i>	IMF	2024
Investimenti diretti esteri (% sul PIL)	World Bank	2024
Esportazioni di beni e servizi (% sul PIL)	World Bank	2024
Global Innovation Index	Wipo	2025
Corruption Perception Index	Transparency International	2024
Legatum Prosperity Index	Legatum Institute	2023
Logistic Performance Index	World Bank	2023

Network Readiness Index	Portulans Institute	2024
Environmental Performance Index	Yale e Columbia Universities	2024
Mobile Connectivity Index	Gsma	2024
Fragile States Index	Fund for peace	2024
Rule of Law Index	World Justice Project	2024
