



Editoria Tecnica

E-book gratuito

Start PMI
INSTANT BOOK
Gennaio 2018

Start PMI

INSTANT BOOK Gennaio 2018

INDICE

1. Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita – Banca d'Italia – 16 gennaio 2018
2. Congiuntura Confcommercio - Centro Studi Confcommercio - gennaio 2018
3. Bollettino Economico - Banca d'Italia - gennaio 2018 (estratto)
4. L'impatto delle catene globali del valore sull'analisi macroeconomica dell'area dell'euro (estratto dal Bollettino economico BCE) - Banca Centrale Europea - n. 8/2017
5. ABI Monthly Outlook (sintesi) - Ufficio Analisi Economiche ABI - gennaio 2018
6. Mettere in Rete le forze conviene alle imprese italiane e al Paese (estratto da "L'espansione globale prosegue") - Centro Studi Confindustria - dicembre 2017
7. La svolta si avvicina - Servizio Studi BNL - 19 gennaio 2018

Il procedimento denominato Project Mirror Intelligence – elaborato dal gruppo Tusci@network – ha l'obiettivo di fornire al navigatore una selezione ragionata di informazioni di natura economico-statistica in grado di riflettere la situazione contingente del "Sistema-Italia".

L'Instant Book "Start PMI" ha cadenza mensile.

I dati contenuti in questo numero sono aggiornati al 31/01/2018.

1. Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita – Banca d'Italia – 16 gennaio 2018

Secondo l'indagine condotta nel dicembre 2017 presso le imprese italiane con almeno 50 addetti rimangono favorevoli sia i giudizi sulla situazione economica generale corrente sia le attese per i prossimi tre mesi, seppure in misura inferiore rispetto a quanto segnalato nella rilevazione precedente.

Le aspettative di inflazione al consumo restano ancora contenute su tutti gli orizzonti, in linea con la dinamica recente e prevista dei prezzi di vendita praticati dalle imprese. Le imprese dell'industria in senso stretto e quelle dei servizi segnalano un aumento della domanda dei propri prodotti, mentre nel settore delle costruzioni si registra una riduzione. Le attese per il prossimo trimestre sulle condizioni in cui operano le imprese risultano lievemente meno favorevoli, per lo più per le valutazioni espresse nel settore delle costruzioni.

I piani di investimento per il 2018 prefigurano un aumento della spesa rispetto all'anno scorso. Le attese sull'occupazione indicano ulteriori aumenti sia nell'industria in senso stretto sia, in misura più contenuta, nei servizi; nelle costruzioni le prospettive sono invece in peggioramento.

Nel quarto trimestre del 2017 per il complesso dell'economia il saldo fra valutazioni di miglioramento e peggioramento della situazione economica generale si è mantenuto positivo, seppur in lieve calo rispetto all'ultima indagine: esso è diminuito a circa 22 punti percentuali nell'industria in senso stretto e nei servizi (da 26 nella rilevazione precedente) e a 15 nelle costruzioni (da 18). La quota di imprese che rileva un miglioramento è più elevata nell'industria in senso stretto; i giudizi di stabilità continuano a essere prevalenti in tutti i settori.

Le attese delle imprese sulle proprie condizioni operative nel prossimo trimestre sono nel complesso meno positive, in particolare nelle costruzioni: la quota di imprese che prevede condizioni stabili rimane prevalente, ma il saldo fra aspettative di miglioramento e peggioramento è sceso a 2,2 punti percentuali (da 7,1). Le imprese continuano a ritenere che nei successivi tre mesi l'andamento della domanda influenzerà positivamente l'attività, mentre l'incertezza sui fattori economici e politici avrà un impatto negativo e più contenuto.

Le aspettative di inflazione al consumo delle imprese sono rimaste pressoché invariate rispetto alla rilevazione di settembre, mantenendosi quindi su livelli contenuti ma superiori ai minimi registrati alla fine del 2016. L'inflazione attesa si è attestata all'1,2, 1,3 e 1,4 per cento sugli orizzonti rispettivamente a 6 mesi, un anno e 24 mesi, e all'1,5 sugli orizzonti più lunghi (tra tre e cinque anni).

Le imprese continuano a segnalare nel complesso una crescita contenuta dei propri prezzi di vendita rispetto a un anno prima (dello 0,9 per cento, dall'1,0 in settembre), seppure con andamenti eterogenei tra settori: i rialzi sono più sostenuti nell'industria in senso stretto (1,5 per cento, da 1,7), più modesti nei servizi (0,5 per cento, come nel sondaggio precedente) e nelle costruzioni, dove tuttavia si è registrato il primo incremento dall'inizio del 2016 (0,4 per cento).

Nei prossimi 12 mesi le aziende si attendono un aumento dei loro prezzi di vendita dell'1,1 per cento; i listini continuerebbero a essere influenzati prevalentemente dalle variazioni dei prezzi delle materie prime, dal costo del lavoro e degli input intermedi; le variazioni della domanda svolgerebbero invece un ruolo ancora marginale.

Le valutazioni positive sull'evoluzione della domanda dei propri prodotti rispetto al periodo precedente prevalgono su quelle negative in tutti i comparti; nell'industria in senso stretto e nei servizi il saldo è aumentato a 16,1 punti percentuali (da 13,8 in settembre), confermandosi più ampio fra le imprese maggiormente orientate al mercato internazionale; nelle costruzioni il saldo è invece sceso a 8,8 punti (da 16,3).

Il divario positivo tra le attese di miglioramento e di peggioramento della domanda nel prossimo trimestre è lievemente sceso, a 18,1 punti percentuali da 19,8; il calo è imputabile all'industria in senso stretto, a fronte di aumenti nei servizi e nelle costruzioni (dove il saldo è particolarmente positivo per le imprese più attive nell'edilizia non residenziale).

Nell'ultimo trimestre del 2017 il saldo fra giudizi positivi e negativi sulle condizioni economiche per investire si è confermato su valori elevati nel confronto storico (a 13,6), nonostante la diminuzione nel settore delle costruzioni (Figura 6), su valori comunque superiori a quelli di inizio 2017. L'accesso al credito è migliorato, come segnalato dall'aumento del saldo complessivo sui relativi giudizi a 4,0 punti percentuali da 2,8, tranne che nelle costruzioni (-10,6 da -2,6).

In questa rilevazione è stato chiesto per la prima volta alle aziende se ritengono che gli investimenti sostenuti nella media dell'ultimo triennio siano stati adeguati alle loro necessità produttive. I tre quarti delle imprese li ritengono soddisfacenti; tuttavia, oltre un quinto li valutano insufficienti (la proporzione cresce fra le imprese più piccole e quelle delle costruzioni), contro meno del 3 per cento che li giudicano eccessivi.

Le condizioni per investire, giudicate favorevoli, si accompagnano a previsioni di una ulteriore espansione dell'accumulazione di capitale, sia nel primo semestre del 2018 sia nel complesso dell'anno. La quota di imprese che anticipa un rialzo della spesa nominale per investimenti nell'anno in corso supera per 28,1 punti percentuali quella che ne pianifica una riduzione. Nel comparto dell'industria in senso stretto e nel terziario il saldo è particolarmente elevato per le

imprese di maggiori dimensioni (35,1 punti); nelle costruzioni è aumentato a 19,8 punti, trainato dalle aziende più attive nell'edilizia non residenziale.

Le aspettative delle imprese sull'occupazione sono nel complesso migliorate, pur con una forte eterogeneità fra settori. Nell'industria in senso stretto il saldo fra la quota di aziende che intendono accrescere nel prossimo trimestre il numero di addetti e quella di chi prevede di ridurlo è salita a 11,1 punti percentuali (da 6,2 in settembre), mentre nei servizi l'aumento è stato di modesta entità (a 5,3 da 4,8). Per le imprese edili, dopo il recupero segnato nell'indagine di settembre, il saldo è nettamente diminuito, a -10,9 punti percentuali da -3,7.

2. Congiuntura Confcommercio - Centro Studi Confcommercio - gennaio 2018

PIL MENSILE

La produzione industriale a novembre ha registrato una variazione nulla su base mensile e un aumento del 2,2% su base annuale. Segnali favorevoli provengono dal mercato del lavoro, dove si è registrato a novembre un incremento degli occupati dello 0,3% (m/m), e dai nuovi ordinativi che a ottobre hanno registrato una crescita dell'1,9% (m/m).

Migliora a dicembre Il sentiment delle famiglie (+1,9% m/m) e delle imprese del commercio al dettaglio (+2,0% m/m), mentre quello delle imprese manifatturiere ha registrato una lieve flessione (-0,2% m/m). Infine, permane una situazione di stabilità per il fatturato dei servizi che nel terzo trimestre del 2017 ha registrato una variazione congiunturale nulla.

In linea con queste indicazioni, si stima un incremento congiunturale del PIL nel quarto trimestre pari allo 0,4% mentre il tasso di crescita tendenziale si attesterebbe all'1,7%. Su base annua, l'aumento del PIL nel 2017 si attesterebbe all'1,5%. Si prevede per gennaio 2018 una crescita del PIL mensile dello 0,1 % (m/m) e una crescita tendenziale dell'1,5%, in rallentamento rispetto alla seconda parte del 2017.

In linea con un quadro congiunturale che, pur mantenendo un'intonazione positiva, mostra segnali di discontinuità l'indicatore dei Consumi Confcommercio (ICC) ha registrato a dicembre 2017 un calo dello 0,1% rispetto a novembre e una stabilità su base annua. In termini di media mobile a tre mesi permane la tendenza al moderato rallentamento iniziata alla fine dell'estate.

LE DINAMICHE CONGIUNTURALI

Il calo dello 0,1% registrato dall'ICC a dicembre, dopo la stasi del mese precedente, è derivato da una flessione dello 0,2% della domanda di beni e da un aumento dello 0,1% di quella relativa ai servizi. Per quanto concerne le singole macro-funzioni si rileva come il quadro generale sia caratterizzato da una diffusa tendenza al rallentamento. Solo per gli alberghi ed i pasti e consumazioni fuori casa si rileva, infatti, un modesto aumento (+0,1%) rispetto a novembre. La flessione più significativa (-0,5%) ha interessato i beni e i servizi per la mobilità segmento che negli ultimi mesi ha mostrato un'intonazione meno positiva derivante dal ridimensionamento della tendenza al recupero degli acquisti di autovetture da parte dei privati. Un modesto ridimensionamento (-0,1%) si è registrato per i beni e i servizi per le comunicazioni, per i beni e i servizi per la cura della persona, per l'abbigliamento e le calzature e per i beni e i servizi per la casa. La spesa per gli alimentari, le bevande e i tabacchi e per i beni e i servizi ricreativi è risultata stabile.

LE DINAMICHE TENDENZIALI

Nel confronto su base annua a dicembre l'ICC è risultato stabile. Questo dato è sintesi dell'andamento positivo della domanda relativa ai servizi (+1,1%) e di una flessione dello 0,6% della spesa per i beni. Rispetto al mese di dicembre dello scorso anno l'incremento più significativo ha riguardato la domanda per gli alberghi, i pasti e le consumazioni fuori casa (+1,2%). Più contenuta è stata la crescita, su base annua, per i beni e i servizi ricreativi (+1,0%) e per i beni e i servizi per la casa e per gli alimentari le bevande ed i tabacchi (+0,7%).

In linea con quanto registrato a novembre la riduzione più significativa ha interessato il segmento relativo ai beni e servizi per la mobilità (-4,1%), Tale andamento ha riflesso sia il rallentamento in atto sul versante della domanda di

auto e moto da parte dei privati, sia il confronto con un periodo dello scorso anno in cui il recupero era avvenuto a ritmi sostenuti.

Variazioni negative si sono riscontrate anche la spesa per i beni e di servizi per le comunicazioni (-0,2%) e per l'abbigliamento e le calzature (-0,3%).

3. Bollettino Economico - Banca d'Italia - gennaio 2018 (estratto)

LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Il quadro previsivo per l'economia italiana, elaborato dagli esperti della Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, viene pubblicato all'inizio dei mesi di giugno e di dicembre simultaneamente alla diffusione delle proiezioni per l'area dell'euro. Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse il 15 dicembre scorso sulla base delle informazioni che si sono rese nel frattempo disponibili, tra le quali i nuovi dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat lo scorso 1° dicembre. Le ipotesi tecniche sono state riviste alla luce degli andamenti delle variabili esogene alla data del 12 gennaio.

Le principali ipotesi alla base dello scenario sono le seguenti:

- a) gli scambi internazionali sono aumentati del 5,4 per cento nel 2017 e rallentano a poco più del 4 nella media del triennio 2018-2020; la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni cresce a tassi simili a quelli del commercio mondiale;
- b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro rimane stabile a 1,20 nel triennio 2018-2020;
- c) il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a 54 dollari al barile nella media del 2017, sale a poco più di 66 nel 2018 e scende leggermente fino a circa 60 nel 2020;
- d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,3 per cento nel biennio 2017-2018, risale gradualmente fino a 0,3 nella media del 2020;
- e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a dieci anni, pari al 2,1 per cento nel 2017, aumenta al 2,4 per cento nel 2018, al 2,8 nel 2019 e al 3,2 nel 2020, in linea con i valori dei tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;
- f) lo scenario tiene conto delle misure delineate nella manovra economica per il 2018. Per il 2019-2020 si assume che le clausole di salvaguardia relative all'incremento delle aliquote IVA e delle accise non vengano attivate.

Coerentemente con i principi guida sottostanti alle previsioni dell'Eurosistema, che non consentono di tenere conto di interventi non ancora definiti con un sufficiente grado di dettaglio, il quadro macroeconomico non incorpora misure alternative di recupero del mancato gettito.

Rispetto a quanto incluso nello scenario previsivo pubblicato in dicembre, il profilo del prezzo del petrolio è più elevato del 6 per cento nella media del triennio, il tasso di cambio si è apprezzato di circa il 2 per cento rispetto al dollaro e di mezzo punto percentuale in termini effettivi, i tassi di interesse forward sui BTP a scadenza decennale sono saliti in media di circa 20 punti base.

4. L'impatto delle catene globali del valore sull'analisi macroeconomica dell'area dell'euro (estratto dal Bollettino economico BCE) - Banca Centrale Europea - n. 8/2017

Con il contrarsi dei costi di trasporto e la riduzione degli ostacoli agli scambi negli ultimi decenni, i processi produttivi sono divenuti più frammentati poiché le imprese collocano la propria produzione e si procurano input produttivi fuori dai confini nazionali. Ciò ha significativamente incrementato gli scambi di beni intermedi e servizi. In particolare, i paesi dell'area dell'euro sono divenuti sempre più integrati nelle catene produttive internazionali, sia all'interno dell'area valutaria sia al di fuori di essa.

Il presente articolo analizza l'impatto delle catene globali del valore sull'economia dell'area dell'euro. Nello specifico, la presenza delle catene globali del valore incide su alcuni indicatori economici fondamentali. La crescita dell'importanza del concetto di valore aggiunto rispetto a quello convenzionale di commercio lordo e l'aumento degli scambi di beni intermedi modificano le modalità di computo e interpretazione degli indici macroeconomici. La partecipazione di imprese e settori alle catene globali del valore, inoltre, crea o rafforza i legami tra paesi attraverso il commercio degli input intermedi, fattore che influenza l'analisi macroeconomica, in particolare per gli spillover sull'attività reale e per la composizione di competenze e la retribuzione della forza lavoro.

1 Introduzione

Negli ultimi decenni si è osservata una rapida espansione delle catene globali del valore (Global Value Chains, GVC). Le imprese hanno collocato la produzione e si sono procurate gli input produttivi oltre i confini nazionali. Di conseguenza, la produzione è stata organizzata in misura sempre maggiore in diversi stadi dislocati su più paesi, cosicché nelle esportazioni risulta incorporata una significativa quantità di input importati (il “contenuto di beni importati nelle esportazioni”). Di riflesso, i processi produttivi hanno subito una frammentazione a livello internazionale, lo scambio di beni intermedi e servizi si è notevolmente intensificato (secondo le stime, circa il 60 per cento dell'interscambio mondiale riguarda beni intermedi) e il valore lordo delle esportazioni ha assunto un livello decisamente superiore rispetto al valore aggiunto originato in ciascun paese esportatore. I negoziati multilaterali di libero scambio e la conseguente riduzione delle barriere tariffarie e non tariffarie, l'apertura delle economie emergenti (Emerging Market Economies, EME) al commercio mondiale, la liberalizzazione finanziaria, l'internazionalizzazione dei servizi alle imprese e i progressi

tecnologici sono i principali fattori che fino a tempi recenti hanno contribuito all'espansione delle catene del valore transnazionali.

I paesi dell'area dell'euro, in particolare, sono divenuti sempre più integrati nelle catene produttive internazionali, grazie allo stimolo proveniente da un quadro regolamentare armonizzato all'interno dell'Unione europea (UE) e dall'integrazione in un'area valutaria comune. Ciò ha favorito la costituzione di una catena produttiva regionale e lo scambio di prodotti intermedi con il resto del mondo.

Da un confronto tra gli indici di partecipazione alle GVC dei diversi paesi emerge che l'area dell'euro è più integrata nelle catene produttive mondiali rispetto ad altre grandi economie, come gli Stati Uniti e la Cina.

Negli anni successivi alla Grande recessione, verificatasi nel biennio 2008-2009, il ritmo di espansione delle GVC ha subito un rallentamento sostanziale. La battuta d'arresto che ha interessato l'espansione delle catene internazionali del valore è da considerarsi un fenomeno globale. È stata in parte dovuta all'aumento del costo del lavoro nei mercati emergenti, nonché alla rilocalizzazione delle attività su scala multinazionale verso i mercati di esportazione (l'"accorciamento delle catene globali del valore" per cui la produzione viene avvicinata ai mercati in cui risiede la domanda). Inoltre, l'introduzione di barriere protezionistiche non tariffarie (ad esempio tramite i requisiti di contenuto locale e altre normative) ha fatto crescere i costi commerciali esercitando un impatto negativo sull'espansione delle catene globali del valore. Altri fattori che hanno contribuito al delinearsi di tale situazione possono essere individuati nello spostamento della domanda mondiale verso i servizi, caratterizzati da una minore intensità commerciale rispetto ai beni, nonché nella robotizzazione, che incoraggia il ricollocamento della produzione presso le economie avanzate.

I paesi dell'area dell'euro, tuttavia, sono stati meno interessati dall'accorciamento delle GVC rispetto ad altri paesi. Il processo di compressione è stato particolarmente evidente in Cina. Se nel 2014 (ultimo anno per cui sono disponibili dati) il grado di partecipazione degli Stati Uniti alle catene globali del valore era paragonabile a quello del 2008, nell'area dell'euro esso era significativamente più alto, trainato dall'interscambio interno all'area.

Dall'inizio del XXI secolo, i paesi dell'area dell'euro hanno inoltre registrato un aumento del valore aggiunto estero incorporato nelle esportazioni; in altri termini, essi hanno fatto un uso sempre più diffuso di input importati nella produzione di beni esportati.

Negli ultimi anni, l'indice di collocazione dei paesi dell'area dell'euro è sceso ancor più al di sotto dello zero, a indicare che le imprese dell'area utilizzano più input esteri e forniscono meno prodotti intermedi ad altri paesi. Pertanto, essi si collocano più "a valle" nelle catene globali del valore. Per contro, i grandi paesi dell'area dell'euro occupano una posizione più "a monte" rispetto ai paesi più piccoli dell'area e ai paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO). Ciò indica che gli ultimi due gruppi di paesi utilizzano una quota relativamente più alta di input importati nella produzione dei prodotti esportati, spesso in conseguenza delle attività di assemblaggio finale come parte del contributo paneuropeo alle catene globali del valore. Al contrario, gli Stati Uniti si collocano relativamente più a monte poiché riforniscono il resto del mondo di prodotti intermedi correlati a ricerca e sviluppo, al settore finanziario e ai settori delle materie prime. Anche la Cina si è spostata significativamente più a monte se si confrontano i dati relativi al 2007 con quelli del 2014. Le catene globali del valore influenzano alcuni indicatori economici fondamentali. La crescita dell'importanza del concetto di valore aggiunto rispetto al commercio lordo convenzionale e l'aumento degli scambi intermedi hanno fatto emergere diverse sfide relative alle modalità di computo e interpretazione degli indici macroeconomici. Nella sezione 2 vengono analizzate le implicazioni delle catene globali del valore per la misurazione e l'interpretazione di tre indicatori fondamentali: i tassi di cambio effettivi reali, le quote di mercato delle esportazioni e l'elasticità degli scambi alla domanda mondiale.

La partecipazione di imprese e settori alle catene globali del valore, inoltre, crea o rafforza i legami tra i paesi attraverso il commercio degli input intermedi. Ciò comporta conseguenze rilevanti per l'analisi macroeconomica.

Nello specifico, nella sezione 3 l'analisi è incentrata sugli spillover reali, nonché sulla composizione delle competenze e sulla retribuzione della forza lavoro.

2 Implicazioni delle catene globali del valore per la misurazione e interpretazione degli indicatori macroeconomici

2.1 Tassi di cambio effettivi reali basati sulle catene globali del valore

I tassi di cambio effettivi reali (TCER) offrono una misura della competitività di un paese in termini di prezzi e costi sul piano internazionale. I TCER sono calcolati come media ponderata per l'interscambio dei tassi di cambio bilaterali di un paese rispetto ai suoi più importanti partner commerciali, corretta per i livelli dei prezzi. Come tali, essi vengono utilizzati nei modelli dei flussi di esportazione e importazione aggregati e come indicatore sintetico per l'analisi della performance commerciale e degli aggiustamenti della bilancia dei pagamenti.

Una sfida all'interpretazione dei TCER convenzionali è rappresentata dal fatto che, nell'odierna economia mondiale, le importazioni vengono diffusamente utilizzate per produrre esportazioni. Di conseguenza, i paesi sono spesso in competizione fra loro per stadi specifici della catena del valore aggiunto (ad esempio, due economie emergenti potrebbero competere per l'assemblaggio di uno smartphone). Le misure dei TCER convenzionali, tuttavia, ipotizzano che i paesi competano per la vendita di prodotti fabbricati interamente entro i confini nazionali, utilizzando soltanto input interni. In particolare, i profili dell'interscambio bilaterale di valore aggiunto possono differire in maniera significativa da quelli del commercio lordo, e ciò implica che le ponderazioni dell'interscambio del valore lordo potrebbero sovrastimare o sottostimare il grado di concorrenza bilaterale per le esportazioni di valore aggiunto. Per tenere conto di questo effetto, è possibile costruire tassi di cambio effettivi reali in termini di valore aggiunto (TCERVA) basati su dati relativi allo scambio bilaterale di valore aggiunto. Pertanto, i TCERVA tengono conto del fatto che i flussi commerciali lordi di beni intermedi, ad esempio tra paesi confinanti, potrebbero alterare la misura in cui il valore aggiunto, in termini di beni finali, viene scambiato fra paesi.

Inoltre, ciò influenza l'impatto delle variazioni dei tassi di cambio sul commercio dato che gli input intermedi sono oggetto di un intenso interscambio tra paesi. Un apprezzamento nei confronti di un partner commerciale da cui un paese importa beni intermedi in abbondanza (ad esempio componenti importati in Cina dal Giappone per l'assemblaggio di uno smartphone) potrebbe in effetti risultare vantaggioso per la competitività di tale paese poiché riduce i costi di importazione dei beni intermedi. Per tenere conto di questo effetto, è possibile costruire tassi di cambio effettivi reali in termini di input-output (TCERIO). I TCERIO identificano un ulteriore canale attraverso il quale i movimenti dei tassi di cambio esercitano un impatto sulla competitività dei prezzi. Un apprezzamento non soltanto fa aumentare il prezzo relativo dei beni interni riducendo la competitività di prezzo di un paese, ma produce anche un effetto di compensazione sulla competitività poiché riduce il costo degli input esteri utilizzati nella produzione.

I TCER basati sulle ponderazioni GVC, pertanto, offrono una misura complementare che consente un'interpretazione più analitica di misure più tradizionali basate sul commercio lordo e utilizzate nel calcolo dei TCER diffusi dalla BCE. I TCERVA vengono calcolati sostituendo le convenzionali ponderazioni basate sull'interscambio totale lordo bilaterale con ponderazioni basate sul valore aggiunto. I TCERIO, invece, prendono in considerazione il commercio bilaterale di beni intermedi e attribuiscono un peso minore ai partner che apportano una quota considerevole di input alla produzione di un paese per tenere conto del fatto che un apprezzamento nei confronti di tali partner

commerciali può in effetti arrecare beneficio alla competitività di un paese importatore riducendo i costi di produzione.

Sebbene le ponderazioni GVC siano strettamente correlate a quelle dell'interscambio lordo, le loro differenze in termini assoluti non sono trascurabili.

Un risultato interessante consiste nella constatazione che i TCER GVC evidenziano variazioni più consistenti della competitività dei prezzi per i paesi dell'area dell'euro più colpiti dalla crisi, rivelandosi utili per la rilevazione delle vulnerabilità di un paese nel periodo precedente la crisi. Nei paesi dell'area dell'euro, da un confronto tra le dinamiche dei TCER GVC e i TCER convenzionali, emergono indicazioni sostanzialmente coerenti. Nel caso dei paesi dell'area maggiormente colpiti dalla crisi, tuttavia, l'evoluzione dei TCER (cfr. gli esempi della Spagna e del Portogallo nel grafico 3) evidenzia come sia le misure TCERVA sia, in più larga parte, quelle TCERIO segnalino perdite di competitività più importanti negli anni precedenti la crisi e, parallelamente, guadagni più ampi nel periodo successivo alla crisi. Nell'analisi macroeconomica, l'osservazione dei TCER GVC può quindi risultare utile per ricavare informazioni aggiuntive sugli andamenti della competitività.

2.2 Catene globali del valore e quote di mercato delle esportazioni

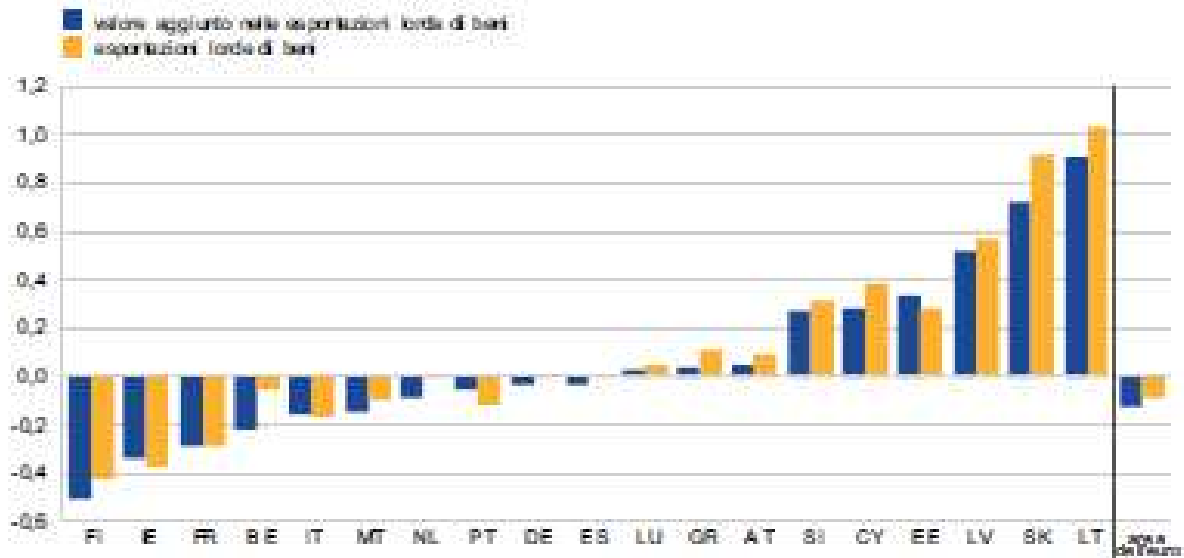
Con l'integrazione delle GVC, le esportazioni lorde potrebbero non fornire una rappresentazione accurata, in termini di valore aggiunto, del contributo di un paese all'interscambio a livello internazionale. Dato che gli input intermedi attraversano le frontiere diverse volte nel corso di una catena produttiva, il tracciamento dei flussi di valore aggiunto può risultare determinante per valutare l'effettivo apporto di un paese al mercato mondiale. Per raccogliere informazioni sulle strutture di valore aggiunto¹⁵ dei paesi, è possibile utilizzare i dati input-output e integrarli con i dati sui prezzi degli scambi commerciali al fine di esaminare i fattori di prezzo e non di prezzo alla base dell'evoluzione delle quote di mercato.

Le quote di mercato calcolate in termini di valore aggiunto e di interscambio lordo assumono andamenti sostanzialmente identici per il periodo 2000-2014. Il grafico 4 mette a confronto le variazioni delle quote di mercato calcolate in termini di valore aggiunto nelle esportazioni di beni (definite per semplicità "quote di mercato del valore aggiunto") con le quote di mercato mondiali convenzionali, basate sulle esportazioni lorde di beni¹⁶. Entrambe le misure segnalano considerevoli incrementi nelle quote di mercato per i paesi PECO dell'area dell'euro e corrispondenti perdite per la maggior parte dei paesi dell'area non PECO.

Grafico 4

Variazioni nelle quote di mercato mondiali dei paesi dell'area dell'euro tra il 2000 e il 2014

(variazione percentuale)



Fonti: WIOD, ONU-Comtrade, elaborazioni degli esperti della Latvijas Banka e della Oesterreichische Nationalbank.

Note: il grafico mostra le variazioni logaritmiche cumulative delle quote di mercato mondiali. Le cifre relative all'area dell'euro sono calcolate come media ponderata per ciascun paese dell'area (utilizzando come ponderazioni le esportazioni lordi e il valore aggiunto delle esportazioni lordi).

Gli incrementi meno pronunciati per Slovenia e Slovacchia delle quote di mercato in termini di valore aggiunto rispetto a quelle calcolate in termini lordi sono riconducibili all'esternalizzazione in tali paesi dell'assemblaggio finale di autoveicoli da parte di Germania, Francia e Italia. Un andamento simile è osservabile nella manifattura di prodotti alimentari, chimici e in legno, esternalizzata da Finlandia, Svezia e Germania in Lituania e in Lettonia. Anche in Estonia si riscontrano le tendenze individuate per gli altri paesi baltici, sebbene i più sostanziali incrementi delle quote di mercato in termini di valore aggiunto siano riconducibili alla ridotta esternalizzazione della produzione di beni elettronici da parte della Finlandia.

La scomposizione delle determinanti delle variazioni nelle quote di mercato mondiali indica che la frammentazione internazionale della produzione svolge un ruolo non trascurabile negli spostamenti delle stesse. Le variazioni delle quote di mercato in termini di valore aggiunto possono essere scomposte negli spostamenti delle catene produttive, nella variazione dei fattori di prezzo e nel cambiamento dei fattori residuali diversi dal prezzo che possono essere correlati alla qualità del prodotto e alle preferenze dei consumatori. La scomposizione è calcolata al livello molto dettagliato

di prodotto e ciò consente di tenere conto delle differenze nelle condizioni di mercato. In primo luogo, viene stimata l'elasticità dei flussi commerciali reali alle variazioni dei prezzi relativi per ciascun prodotto in ciascun mercato geografico. Considerata insieme alle informazioni sulle variazioni dei valori unitari, tale stima fornisce il contributo dei fattori di prezzo e costo a livello disaggregato. Si ottiene quindi il contributo aggregato della competitività di prezzo. Per tenere conto del fatto che ciascun prodotto contiene valore aggiunto proveniente da diversi paesi, l'aggregazione utilizza ponderazioni calcolate sulla base del commercio in valore aggiunto (anziché sul commercio lordo, come nei TCER convenzionali). Nella scomposizione viene inoltre introdotto un termine specifico che riflette gli spostamenti nelle catene globali del valore; esso è calcolato come crescita ponderata della quota di un paese nella produzione di tutti i beni esportati da tutti i paesi. Lo spostamento in senso positivo nelle catene produttive può essere ottenuto o tramite un contenuto interno più elevato nelle esportazioni lorde di un paese o mediante una più elevata quota di valore aggiunto nelle esportazioni lorde di paesi terzi. La competitività non di prezzo, infine, è misurata come termine residuo non spiegato dai fattori sopra menzionati.

Le variazioni nella partecipazione alle GVC e nell'esternalizzazione hanno prodotto perdite di quote di mercato per i paesi dell'area dell'euro non PECO (a eccezione di Portogallo, Lussemburgo, Malta e Cipro) e guadagni per i paesi PECO dell'area, tra il 2000 e il 2014. Allo stesso tempo, i miglioramenti in termini di qualità e di preferenze dei consumatori per i prodotti dei paesi PECO dell'area hanno più che compensato le perdite nella competitività di prezzo. In confronto alle quote di mercato delle esportazioni lorde, la scomposizione che considera le quote di valore aggiunto ridimensiona il ruolo della competitività non di prezzo, dal momento che una parte dei guadagni e delle perdite in termini di qualità delle esportazioni lorde può essere imputata al processo di esternalizzazione.

L'analisi basata sulle quote di valore aggiunto, quindi, enfatizza il ruolo dei fattori di costo e di prezzo.

In conclusione, l'utilizzo dei flussi di valore aggiunto in luogo delle esportazioni lorde per il computo delle quote di mercato mondiali consente di comprendere meglio le determinanti alla base delle performance esterne dei paesi dell'area dell'euro. Sebbene entrambe le quote di mercato seguano andamenti simili, la scomposizione delle quote di valore aggiunto mostra il ruolo dell'esternalizzazione della produzione e delinea in modo più preciso il contributo dei fattori di prezzo e diversi dal prezzo.

2.3 Le elasticità del commercio mondiale al reddito

Mentre la crescita dell'interscambio è stata pari al doppio rispetto a quella del reddito, nel periodo tra il 1981 e il 2007, il rapporto fra la crescita dell'interscambio e quella del PIL è sceso a un valore vicino a uno, nel periodo

tra il 2011 e il 2014. In particolare, la flessione del rapporto è stata guidata da un crollo dei flussi commerciali, a seguito della Grande recessione, che si è dimostrato sensibilmente più marcato del calo del reddito mondiale.

I cambiamenti nella frammentazione internazionale della produzione sono fra le determinanti della dinamica di crescita dell'interscambio in relazione alla crescita del reddito. Nonostante i costi commerciali (legati e non legati alle tariffe), l'apertura commerciale e la liberalizzazione finanziaria siano state determinanti di rilievo della crescita dell'interscambio, l'intensità della partecipazione alle catene globali del valore svolge un ruolo chiave nello spiegare la crescita sproporzionata dell'interscambio rispetto al reddito alla fine del secolo scorso e la brusca e inattesa flessione in seguito alla crisi. In primo luogo, sul piano puramente statistico, l'organizzazione delle catene produttive comporta che beni e servizi varchino più volte le frontiere durante il processo di produzione e quindi siano, in parte, conteggiati due volte nelle statistiche doganali sui flussi commerciali. Di conseguenza i flussi commerciali lordi registrati superano quelli in termini di effettivo valore aggiunto. In secondo luogo, il commercio nelle catene globali del valore si concentra soprattutto su beni durevoli, noti per la loro alta elasticità al reddito, il che spiega la repentina reazione dell'interscambio durante la crisi globale. Infine gli effetti della catena di approvvigionamento potrebbero intensificare gli shock negativi dal lato della domanda, poiché le imprese a valle, riducendo in un primo momento le scorte, inciderebbero sui fornitori degli input produttivi.

La partecipazione alle GVC contribuisce a spiegare le notevoli variazioni nell'elasticità del commercio mondiale al reddito. I risultati della regressione basati su un modello standard della domanda di importazioni²¹ incrementato da un indice di partecipazione alle GVC mostrano che le catene globali del valore hanno un impatto significativo sull'elasticità delle importazioni. Inoltre, la scomposizione dell'elasticità del commercio al reddito nel periodo dal 1995 al 2011 mostra che il contributo apportato dalle catene globali del valore è stato in media di circa il 40 per cento. Tuttavia, dati recenti sull'integrazione delle GVC indicano una tendenza all'appiattimento negli ultimi anni e questo si traduce in un contributo negativo delle catene globali del valore all'elasticità del commercio mondiale al reddito per il periodo 2012-2013.

I risultati di questa analisi suggeriscono che le dinamiche delle GVC sono rilevanti per le previsioni commerciali a medio termine. Dal punto di vista delle politiche dell'area dell'euro, il calo nella

partecipazione alle GVC è stato uno dei fattori alla base delle recenti revisioni al ribasso dell'elasticità del commercio mondiale al reddito. In prospettiva, è necessario un monitoraggio puntuale delle dinamiche delle GVC per assicurare previsioni di commercio coerenti.

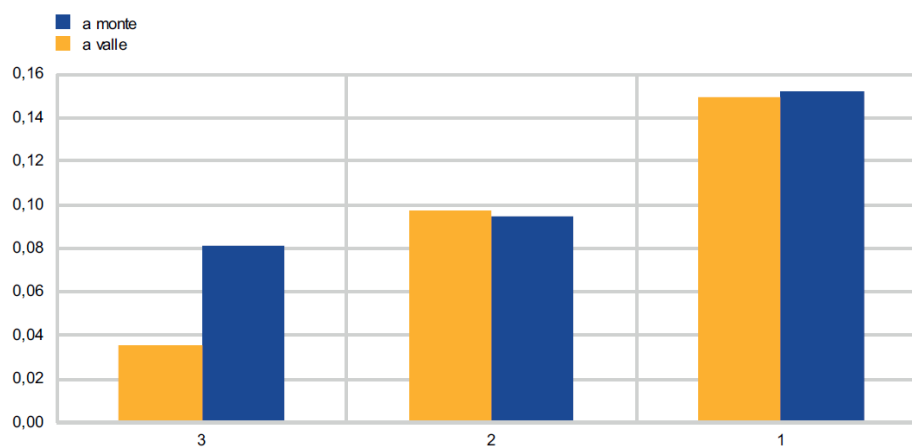
3 Altre implicazioni dei legami produttivi internazionali per l'analisi macroeconomica

3.1 Effetti di ricaduta settoriale attraverso i legami produttivi mondiali I legami produttivi sono un potenziale canale di propagazione dell'attività economica reale. Le imprese e i settori si procurano o vendono i propri input in misura crescente in altri paesi e i processi produttivi sono segmentati in modo tale che il valore aggiunto aumenta in ciascuna fase. In questa sezione si impiega il World Input-Output Database per indagare empiricamente sul modo in cui i legami produttivi danno luogo a effetti di propagazione dell'attività reale e stabilire quali caratteristiche del network siano rilevanti per la trasmissione di tali effetti. Il grafico 9 presenta i coefficienti di correlazione dell'aumento di valore aggiunto reale dei settori a una data distanza nel network di input-output. Esso indica che quanto più i settori sono strettamente connessi gli uni agli altri tramite il commercio di input intermedi, tanto più la crescita del loro valore aggiunto è correlata. Come mostrato da un recente filone della letteratura, gli shock subiti da specifiche imprese o settori si trasmettono attraverso le reti produttive e, potenzialmente, sono in grado di tradursi in turbolenze macroeconomiche aggregate.

Grafico 9

Sincronizzazione del valore aggiunto reale e distanza fra settori

(coefficienti di correlazione per il valore aggiunto in settori collegati)



Fonti: WIOD (edizione del 2013) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra la media (dal 1996 al 2009) della correlazione a coppie fra il valore aggiunto dei settori a una data distanza dai settori a monte e a valle. La distanza è pari a uno quando due settori commerciano direttamente, a due quando commerciano attraverso un altro settore e a tre quando due settori commerciano attraverso altri due settori.

Per la trasmissione degli shock economici è rilevante la presenza di settori o nodi centrali, poiché questi mettono in relazione entità altrimenti scollegate attraverso legami di input-output e possono operare come conduttori degli shock. Nel World Input-Output Database²⁸ i nodi centrali a monte (ovvero i settori che forniscono input ad altri settori) sono prevalentemente localizzati negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Germania e in Russia e operano in settori quali attività informatica, attività di sede centrale, ricerca e sviluppo, finanza e materie prime. Riguardo la parte a valle della catena di valore (ovvero settori che acquistano input da altri settori), i nodi centrali sono: mezzi di trasporto, apparecchiature elettroniche, costruzioni e attività metallurgiche in Germania, Stati Uniti e di recente in Cina.

Tramite questi settori, l'attività si propaga a molti altri partner commerciali. Un'analisi econometrica di tipo panel dei dati del WIOD conferma che, in media, gli effetti di propagazione a un settore, derivanti da altri settori a monte e a valle coinvolti nelle sue stesse catene produttive, sono significativi.

Nel complesso, questa analisi suggerisce che vi sia un margine significativo per la propagazione degli shock settoriali attraverso le catene globali del valore. Poiché i nodi centrali potrebbero rappresentare il canale di trasmissione verso vari paesi e settori, andrebbe prestata particolare attenzione al loro sviluppo e ai loro collegamenti con altri settori dell'economia mondiale.

3.2 L'impatto delle catene globali del valore sul valore aggiunto della manodopera, le ore lavorate e la retribuzione

Tra il 1997 e il 2011 la quota di valore aggiunto della manodopera non qualificata nell'area dell'euro è considerevolmente diminuita, mentre quella della manodopera qualificata è aumentata. L'aggregazione di dati settoriali a livello nazionale aiuta a districare l'evoluzione del contributo del valore aggiunto della manodopera in base ai diversi livelli di competenze professionali nell'area dell'euro. Il peso complessivo della manodopera sia nel prodotto che nelle esportazioni dell'area dell'euro è lievemente diminuito dal 1997 al 2011. Fra le cinque maggiori economie dell'area, la Germania si distingue per le quote più elevate di valore aggiunto della manodopera. Il valore aggiunto della manodopera nelle esportazioni dell'area dell'euro è significativamente inferiore rispetto a quello nel prodotto lordo, il che rivela che le imprese esportatrici ricorrono in misura maggiore a input e/o capitale importati. Per quel che riguarda il mix di competenze, la manodopera qualificata si è appropriata di una porzione crescente del valore aggiunto della manodopera a discapito di quella non qualificata.

Il commercio nelle catene globali del valore modifica la portata delle mansioni svolte in ciascun ambito di attività e potrebbe influire sulla composizione delle competenze e sulla retribuzione all'interno dei settori. Le variazioni nei processi produttivi e nelle scelte degli input legate alla segmentazione internazionale della produzione negli ultimi decenni potrebbero aver influenzato il livello di occupazione e retribuzione oraria delle diverse tipologie di lavoratori.

Pertanto, è necessario valutare il rapporto fra gli andamenti recenti del mercato del lavoro e le diverse misure di partecipazione alle GVC in diversi settori e per diversi livelli di competenze professionali.

I risultati della stima che considera variazioni intrasettoriali mostrano che la partecipazione alle catene globali del valore potrebbe essere associata a una transizione verso manodopera altamente qualificata³⁶. La stima panel a effetti

fissi mostra che la partecipazione alle catene globali del valore è associata a una variazione della composizione delle competenze professionali all'interno dei settori verso manodopera altamente qualificata (grafico 11, diagramma a). Se si distingue l'effetto tra gli indici di backward participation e quelli di forward participation, questo risultato è prevalentemente riconducibile a un aumento dell'uso di input importati.

Tale polarizzazione dell'occupazione potrebbe essere collegata a una combinazione di delocalizzazione e cambiamento tecnico a livello settoriale influenzato dalle competenze professionali.

Per quel che riguarda i salari, l'analisi panel mostra che la backward participation alle catene globali del valore si associa a un aumento della retribuzione oraria per tutti i livelli di qualifica professionale. Tutti gli occupati, altamente qualificati e non, ottengono un aumento della retribuzione oraria quando il settore in cui operano assiste a un incremento del valore aggiunto estero incorporato nelle proprie esportazioni (backward participation). Studi esistenti supportano questo risultato, mostrando come gli input importati generino importanti effetti sulla produttività attraverso canali come l'apprendimento, l'innovazione e gli aspetti qualitativi e di assortimento. Anche se un aumento della quota degli input importati nel processo di produzione potrebbe favorire la produttività totale dei fattori e di conseguenza il prodotto potenziale, la competitività migliorerebbe solo se la produttività aumentasse più rapidamente dei costi degli input (salari e tasso di rendimento del capitale). Una serie di indagini a livello di impresa riscontra un effetto netto positivo degli input importati sulla competitività esterna, rendendo così possibile l'accesso a nuovi mercati di esportazione. Inoltre, il rafforzamento delle catene globali del valore potrebbe indebolire

l'elasticità delle esportazioni al tasso di cambio, ad esempio nel caso in cui le esportazioni siano costituite in misura sempre maggiore da input acquistati in valute estere.

Questa analisi suggerisce che le catene globali del valore influenzano i risultati del mercato del lavoro. Una maggiore quantità di input importati nella produzione può essere associata a una transizione verso manodopera altamente qualificata. Input dall'estero possono portare a un aumento salariale per tutti i livelli di qualifica professionale. Al tempo stesso, le catene globali del valore possono avere effetti positivi sul benessere delle economie coinvolte, grazie, da un lato, al progresso tecnologico derivante da un'allocazione più efficiente dei lavoratori per compiti che richiedono un'elevata qualificazione professionale, che comporta anche salari più elevati nelle economie avanzate; dall'altro, ai salari più alti per i lavoratori delle economie emergenti.

4 Conclusioni

I paesi dell'area dell'euro sono fortemente coinvolti nelle catene produttive mondiali e ciò ha effetti su alcuni importanti indicatori macroeconomici. Quindi è essenziale considerare le catene globali del valore quando si affrontano alcuni concetti macroeconomici. Nello specifico:

- misure di competitività che tengono conto della presenza di catene globali del valore, quali i TCER basati su valore aggiunto e input-output, dipingono un quadro diverso degli episodi di apprezzamento/deprezzamento della valuta rispetto ai TCER convenzionali.
- Anche se gli spostamenti nelle catene produttive non sono una determinante significativa del cambiamento nelle quote di mercato mondiali dei paesi dell'area dell'euro, tenere conto delle GVC aiuta a comprendere i fattori determinanti della competitività.
- Gli andamenti delle catene globali del valore hanno svolto un ruolo nell'accelerazione e nel successivo rallentamento delle dinamiche dell'elasticità del commercio alla domanda mondiale negli ultimi decenni. Se l'alta reattività del commercio al reddito, osservata prima della crisi anche come uno dei risultati dell'espansione delle catene globali del valore, non verrà più registrata in futuro, una minore elasticità del commercio al reddito potrebbe essere considerata come la "nuova norma".

La partecipazione di imprese e settori alle catene produttive crea interconnessioni transnazionali e ciò influisce sull'analisi degli effetti degli spillover macroeconomici:

- si verificano spillover reali attraverso legami di input-output e alcuni settori possono svolgere un ruolo fondamentale nella loro trasmissione. Inoltre, le catene produttive sono un

canale per la trasmissione tecnologica nazionale ed estera verso imprese non di frontiera, che avviene tramite la tecnologia incorporata in prodotti intermedi importati.

- Infine, i settori che aumentano la loro partecipazione alle catene globali del valore hanno la propensione ad assumere una quota più elevata di personale altamente qualificato e presentano salari sistematicamente più alti per tutti i livelli di competenza professionale. Nello specifico, i settori a valle della catena del valore registrano un effetto positivo sulle retribuzioni derivante da un maggiore uso di input esteri.

5. ABI Monthly Outlook (sintesi) - Ufficio Analisi Economiche ABI - gennaio 2018

PRESTITI E RACCOLTA

1. A fine 2017 l'ammontare dei prestiti alla clientela erogati dalle banche operanti in Italia, 1.785,9 miliardi di euro è superiore, di oltre 58 miliardi, all'ammontare complessivo della raccolta da clientela, 1.727,9 miliardi di euro.

DINAMICA DEI PRESTITI BANCARI

2. Dai dati al 31 dicembre 2017, emerge che i prestiti a famiglie e imprese sono in crescita su base annua di +2,3%, proseguendo la positiva dinamica complessiva del totale dei prestiti in essere (il tasso di crescita annuo risulta su valori positivi da 23 mesi). Tale evidenza emerge dalle stime basate sui dati pubblicati dalla Banca d'Italia, relativi ai finanziamenti a famiglie e imprese (calcolati includendo i prestiti non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati e al netto delle variazioni delle consistenze non connesse con transazioni, ad esempio, variazioni dovute a fluttuazioni del cambio, ad aggiustamenti di valore o a riclassificazioni).

3. Sulla base degli ultimi dati ufficiali, relativi a novembre 2017, si conferma la crescita del mercato dei mutui. L'ammontare totale dei mutui in essere delle famiglie registra una variazione positiva di +3,4% rispetto a novembre 2016 (quando già si manifestavano segnali di miglioramento).

TASSI DI INTERESSE SUI PRESTITI

4. A dicembre 2017, i tassi di interesse applicati sui prestiti alla clientela si collocano su livelli molto bassi: il tasso medio sul totale dei prestiti è pari al 2,69%, nuovo minimo storico (2,73% il mese precedente e 6,18% prima della crisi, a fine 2007).

5. Minimo storico, all'1,90%, anche del tasso medio sulle nuove operazioni per acquisto di abitazioni (1,97% a novembre 2017, 5,72% a fine 2007). Sul totale delle nuove erogazioni di mutui circa i due terzi sono mutui a tasso fisso.

6. Minimo storico anche per il tasso medio sulle nuove operazioni di finanziamento alle imprese risulta pari a 1,45%, era 1,49% il mese precedente (5,48% a fine 2007).

QUALITÀ DEL CREDITO

7. Le sofferenze nette (cioè al netto delle svalutazioni e accantonamenti già effettuati dalle banche con proprie risorse) a novembre 2017 si sono attestate a 66,3 miliardi di euro; un valore stabile rispetto ai 65,9 miliardi del mese precedente e in forte calo rispetto al dato di dicembre 2016 (86,8

miliardi). In particolare, la riduzione è di oltre 22,5 miliardi rispetto al livello massimo delle sofferenze nette raggiunto a novembre 2015 (88,8 miliardi).

8. Il rapporto sofferenze nette su impieghi totali si è ridotto a 3,74% a novembre 2017 (era 4,89% a fine 2016).

DINAMICA DELLA RACCOLTA DA CLIENTELA

9. In Italia i depositi (in conto corrente, certificati di deposito, pronti contro termine) sono aumentati, a fine 2017, di oltre 50,5 miliardi di euro rispetto a un anno prima (variazione pari a +3,6% su base annuale), mentre si conferma la diminuzione della raccolta a medio e lungo termine, cioè tramite obbligazioni, per circa 50,7 miliardi di euro in valore assoluto negli ultimi 12 mesi (pari a -15,2%). La dinamica della raccolta complessiva (depositi da clientela residente + obbligazioni) registra a fine 2017 una sostanziale stabilità su base annua pari a -0,01%, +0,2% il mese precedente. Dalla fine del 2007, prima dell'inizio della crisi, ad oggi la raccolta da clientela è cresciuta da 1.549 a quasi 1.728 miliardi di euro, segnando un aumento – in valore assoluto - di quasi 179 miliardi.

TASSI DI INTERESSE SULLA RACCOLTA

10. A dicembre 2017 il tasso di interesse medio sul totale della raccolta bancaria da clientela (somma di depositi, obbligazioni e pronti contro termine in euro a famiglie e società non finanziarie) è pari in Italia a 0,89% (0,91% il mese precedente) ad effetto:

- del tasso praticato sui depositi (conti correnti, depositi a risparmio e certificati di deposito), pari a 0,39% (0,39% anche a novembre 2017);
- del tasso sui PCT, che si colloca a 1,15% (1,30% a novembre);
- del rendimento delle obbligazioni, pari a 2,60% (2,64% a novembre).

MARGINE TRA TASSO SUI PRESTITI E TASSO SULLA RACCOLTA

11. Il margine (spread) fra il tasso medio sui prestiti e quello medio sulla raccolta a famiglie e società non finanziarie permane in Italia su livelli particolarmente bassi, a dicembre 2017 risulta pari a 180 punti base (182 il mese precedente), in marcato calo dagli oltre 300 punti base di prima della crisi finanziaria (329 punti base a fine 2007). In media nel 2017 tale differenziale è risultato pari a 1,84 punti percentuali (1,98 p.p. nel 2016).

6. Mettere in Rete le forze conviene alle imprese italiane e al Paese (estratto da "L'espansione globale prosegue") - Centro Studi Confindustria - dicembre 2017

Il sistema produttivo italiano sconta da anni una crescente difficoltà a far fronte ai cambiamenti competitivi occorsi a livello globale: da un lato, la concorrenza sempre più basata sulla conoscenza e sulla capacità di adattamento alle esigenze del cliente, anche con un presidio diretto dei mercati esteri; dall'altro, la rivoluzione tecnologica digitale che richiede il ripensamento radicale nel modo in cui le imprese generano e trattengono valore aggiunto al proprio

interno. In entrambi i casi si tratta di sfide epocali che impongono un forte e continuo investimento in innovazione, sia produttiva sia organizzativa, rispetto alle quali la storica frammentazione delle catene del valore nazionali in una miriade di soggetti imprenditoriali, con scarsi livelli di coordinamento formale lungo le filiere, costituisce un vincolo strutturale.

Per contribuire a superare questo vincolo e avviare le imprese italiane verso percorsi di sviluppo più strutturati, e quindi verso una loro crescita anche dimensionale, nel 2009 è stato introdotto all'interno dell'ordinamento giuridico italiano il contratto di Rete, uno strumento esplicitamente orientato a progetti di investimento comuni tra più soggetti imprenditoriali e finalizzati ad accrescere, attraverso l'aggregazione, il potenziale d'innovazione e quindi la capacità competitiva dei contraenti. Attraverso la Rete le imprese possono mettere a sistema le risorse necessarie per realizzare investimenti, che singolarmente non sarebbero in grado di sostenere con profitto, per aumentare l'efficienza nei rispettivi processi produttivi e per accrescere la diversificazione delle produzioni e delle fonti di finanziamento, riducendo in tal modo l'esposizione al rischio di shock negativi. Tutto questo senza dover sottostare a rigide regole pre-stabilite sul come organizzare l'attività in Rete e senza l'obbligo di creare un nuovo soggetto giuridico distinto dalle imprese aderenti al contratto.

Nel corso del tempo, il contratto di Rete ha accresciuto in modo esponenziale la penetrazione all'interno del tessuto produttivo italiano. Nonostante l'assenza di incentivi fiscali nazionali o regionali a favore delle Reti, il 2017 è stato l'anno dei record sia per numero di contratti stipulati (+30,4% rispetto al 2016) sia per numero di imprese coinvolte (+39,9%). I registri di Infocamere, aggiornati a novembre 2017, hanno censito 4.088 aggregazioni che hanno coinvolto 20.885 imprese. Nella stragrande maggioranza dei casi (86% circa), le aggregazioni si sono costituite nella forma della Rete contratto, ovvero senza possedere soggettività giuridica. Le imprese coinvolte sono in prevalenza micro (44% circa del totale) o piccole (40% circa), appartenenti a tutti i principali comparti dell'economia. Un segnale certamente positivo per il legislatore perché dimostra

la corrispondenza tra la popolazione target della policy e la popolazione degli utilizzatori effettivi della policy stessa.

Essendo nato nel corso della più lunga e profonda crisi economica sperimentata dall'Italia in tempo di pace, il contratto di Rete ha fin qui dispiegato i suoi effetti principalmente sostenendo la resilienza del sistema produttivo.

L'analisi svolta dal CSC e dall'ISTAT, con la collaborazione tecnico-organizzativa di RetImpresa, mostra a questo proposito che, grazie all'ingresso in Rete, le imprese sono riuscite tra il 2011 e il 2015 a salvaguardare fatturato e addetti: a un anno di distanza l'effetto, in termini differenziali di crescita rispetto ad imprese ex-ante equivalenti strutturalmente e strategicamente ma non entrate in Rete, è rispettivamente di 7,4 e 5,2 punti percentuali; a tre anni, l'effetto cresce a 14,4 e 11,2 punti percentuali. All'interno dell'effetto medio positivo non mancano comunque eccezioni. A livello settoriale il contratto di Rete ha beneficiato in particolare le imprese manifatturiere, dei servizi alle imprese e del commercio, ma non quelle delle costruzioni. A livello geografico la Rete ha avuto effetti positivi per la maggioranza delle imprese del Centro e del Nord Italia ma non del Sud. Infine, il contratto di Rete non è riuscito a migliorare la performance di quelle imprese che, già prima di aggregarsi, presentavano livelli di efficienza produttiva particolarmente bassi.

Per verificare, in modo puntuale e rigoroso, se e in che misura il contratto di Rete sarà in grado di svolgere anche una funzione di rafforzamento della crescita e della competitività del sistema produttivo italiano in una fase finalmente espansiva dell'economia, bisognerà attendere ancora del tempo. Questo perché le statistiche ufficiali sulla performance economica delle imprese risalgono ancora al 2015.

Tuttavia, dalle informazioni già disponibili sulle finalità programmatiche delle Reti si evince chiaramente come il contratto di Rete rappresenti una leva strategica di politica industriale complementare rispetto alle altre misure di sostegno alla competitività messe in campo dal Governo. Prova ne sia il numero significativo di aggregazioni costituite in questi anni, pur in assenza di un disegno esplicito di policy, intorno a progetti finalizzati alla maggiore penetrazione commerciale e produttiva sui mercati esteri e alla maggiore intensità e qualità delle attività di ricerca e innovazione tecnologica.

In particolare, considerando tutti i contratti di Rete stipulati dal 2010 al novembre 2017, il CSC stima (in modo conservativo, attraverso una ricerca testuale di parole chiave) che il 37% delle aggregazioni abbia avuto tra gli obiettivi comuni quello di internazionalizzare l'attività delle imprese aderenti; il 17% ha condiviso finalità legate all'investimento in nuove tecnologie, anche

attraverso la digitalizzazione di processi e prodotti; il 6%, infine, ha richiamato esplicitamente la necessità di accrescere, grazie alla Rete, l'efficienza dei processi produttivi.

7. La svolta si avvicina - Servizio Studi BNL - 19 gennaio 2018

I dati della congiuntura economica stanno spingendo le principali banche centrali a considerare la possibilità di un graduale ridimensionamento delle attuali politiche monetarie fortemente accomodanti. La Fed ha ritoccato nuovamente il tasso di riferimento e deciso di rinnovare solo parzialmente i titoli in portafoglio giunti a scadenza. Novità si colgono anche altrove, seppure più limitate di quanto registrato negli Stati Uniti.

Per quanto concerne i riflessi del Quantitative Easing sulla sostenibilità del debito pubblico le analisi sono giunte a conclusioni molto diverse. La risalita dei rendimenti nominali sarà comunque molto lenta considerato che il cambio di scenario potrà determinare ricadute solo in fase di rinnovo dei titoli.

Più delicata la situazione del mercato dei titoli di debito delle imprese cresciuto in misura molto importante in questi ultimi anni. In tutti i mercati si rileva una fascia di maggiore vulnerabilità costituita da imprese con struttura finanziaria molto fragile. I rischi in essere di queste imprese ora relativamente limitati potrebbero risultare di complessa gestione in un mutato scenario finanziario. Ricadute di segno diverso sono attese per gli istituti bancari. In particolare, le banche dovranno gestire la contraddizione evidenziatasi negli ultimi anni tra crescita degli impieghi pluriennali a tasso fisso e accresciuto ruolo delle passività a più breve termine.

Verso una nuova fase della politica monetaria?

A metà dicembre 2017 la Federal Reserve ha deciso un nuovo rialzo del tasso di riferimento, il terzo dell'anno e il quinto da quando è iniziata la svolta rialzista (dicembre 2015). Il tasso obiettivo sui Fed funds è quindi ora posizionato nella fascia 1,25-1,50%, con l'aspettativa di ulteriori aumenti nel 2018. Nell'ottobre scorso la Fed ha avviato un programma di riduzione del suo attivo, limitando l'attività di rinnovo dei titoli in scadenza. Si tratta di una novità importante anche se il programma prospetta un riassorbimento molto graduale della liquidità immessa negli anni scorsi: nei primi 18 mesi l'attivo della banca centrale americana è previsto ridursi di circa \$500 mld, meno di un settimo dell'incremento registrato dall'agosto 2008.

A sostenere la Fed nel suo orientamento meno accomodante sono i dati della congiuntura. La crescita economica conseguita nel 2017 e quella ipotizzata per l'anno appena iniziato risultano posizionate al 2,3-2,5%. Se da un lato il dinamismo degli investimenti appare rilevante (+4-4,5%), dall'altro lato il ritmo di crescita è ancora piuttosto lontano da quanto conseguito nel decennio precedente la crisi del 2008-09 (+3,0%). Il rischio deflazione sembra allontanato pur se la dinamica dei prezzi è ancora relativamente contenuta: l'indicatore dei prezzi che la Fed mostra di tenere in particolare considerazione (Personal Consumption Expenditure price index) si è posizionato a

novembre a +1,8% a/a nella versione completa e a +1,5% a/a nella versione core, cioè escludendo prodotti energetici e alimentari. Il tasso di disoccupazione è ad un minimo (4,1% a fine 2017), con una riduzione di 0,6 punti percentuali negli ultimi dodici mesi (corrispondenti a oltre 900mila unità, di cui un terzo disoccupati da lungo termine).

Seppure in modo più timido rispetto agli Stati Uniti, anche in altri paesi si muovono passi finalizzati ad uno stemperamento del tono accomodante della politica monetaria. Nel novembre scorso le autorità monetarie del Regno Unito hanno proceduto ad un primo rialzo (+0,25%) del tasso di riferimento a distanza di quasi 10 anni dall'ultimo intervento. Nessuna modifica è stata invece annunciata nel programma di acquisto di titoli (£ 444 mld la sua dimensione cumulata a fine 2017). Nel caso inglese pesano le incertezze nella trattativa per la Brexit. La crescita risulta complessivamente contenuta: per il 2017-18 viene posizionata a +1,5-1,6%, uno dei risultati più modesti tra i paesi industrializzati. Il tasso di inflazione, da parte sua, si posiziona ampiamente al di sopra della soglia obiettivo (3,1% a novembre, 2,7% nella versione core) con la prospettiva di un ridimensionamento solo modesto nel 2018. All'origine di questa intensa dinamica dei prezzi sembra la debolezza della sterlina (inflazione importata). La discesa del tasso di disoccupazione (4,3%) ai minimi dal 1975 rappresenta un aspetto favorevole, destinato tuttavia ad essere presto riassorbito.

La Bce da parte sua conferma invariati i tassi d'interesse. È stata però annunciata una riduzione degli acquisti di attività (da 60 a 30 miliardi di euro ogni mese) a partire da inizio 2018, fino al successivo settembre (o anche oltre). Alla fine dello scorso anno le attività complessivamente acquistate dalla Bce sfioravano i €2.300 mld. Ritenendo opportuno mantenere un deciso tratto accomodante per la politica monetaria si continuerà a reinvestire quanto derivante dai titoli in scadenza detenuti in portafoglio. I dati espressi dalla congiuntura economica evidenziano per l'eurozona un clima favorevole ma ancora lontano dai valori obiettivo: la crescita economica ipotizzata per quest'anno si posiziona appena sopra il 2% a/a, l'inflazione appare in chiara risalita ma ancora lontana dall'obiettivo del 2% (a novembre +1,5% nella versione standard, +1,1% a/a in quella core), il tasso di disoccupazione è da tempo in flessione (un punto percentuale in meno negli ultimi dodici mesi) ma ancora molto elevato (+8,8% ad ottobre) e fortemente diversificato tra i diversi paesi (3,5% in Germania, quasi 17% in Spagna, oltre 20% in Grecia).

Possibili segnali di discontinuità nella politica di forti stimoli monetari vengono anche dal Giappone che dal settembre 2016 interviene per mantenere il tasso a 10 anni su un livello prossimo allo zero. Nei giorni scorsi la BoJ ha ridotto (in misura limitata) i suoi acquisti di titoli governativi. E' presto per dire se si tratti di un allentamento temporaneo o dell'avvio di un ripensamento più profondo. A sostenere quest'ultima ipotesi sono i dati sulla dinamica economica: la crescita è al 2,5% a/a ma

soprattutto mostra una continuità non più registrata dagli anni '90 (settima variazione congiunturale positiva). D'altra parte, però, la domanda interna si conferma debole e l'inflazione è ancora lontana dall'obiettivo indicato dalla banca centrale.

L'evoluzione dello scenario macroeconomico è sicuramente un riferimento essenziale quando si considera la possibilità di un superamento delle politiche di forte stimolo monetario che secondo una stima del Fondo Monetario Internazionale hanno portato le banche centrali dei paesi del G4 (Fed, Bce, BoE e BoJ) ad accrescere i titoli pubblici detenuti in portafoglio dal 10% del loro Pil prima della crisi al 37% a metà 2017 (la BoJ è intorno al 95%). Le banche centrali sono così diventate i principali player del mercato dei titoli pubblici (la BoJ detiene poco meno del 50% dei titoli di stato giapponesi mentre l'analoga quota della Bce è stimata intorno al 20%).

Esiste una larga corrente di pensiero che sostiene che anche il rientro delle politiche monetarie fortemente espansive non si tradurrà (a parte episodi congiunturali) in un forte rialzo della struttura dei rendimenti finanziari perché all'origine dei bassi tassi d'interesse (nominali e reali) ci sono cambiamenti strutturali, economici e demografici, che hanno determinato uno squilibrio persistente tra domanda d'investimenti e offerta di risparmio, instaurando una fase di stagnazione economica secolare. A questa tesi se ne affianca un'altra (possibilmente complementare alla prima) che arriva a conclusioni simili facendo però riferimento a fattori di natura finanziaria.

Riflessi sulla sostenibilità del debito pubblico

Il debito pubblico è cresciuto in misura molto importante all'indomani dello scoppio della crisi: rispetto al dato del 2007, nel 2016 l'indebitamento pubblico dell'intera eurozona risulta aumentato di quasi €3.500 mld, equivalenti a circa 22 punti percentuali del Pil dell'area. L'incremento è complessivamente limitato nel caso tedesco (5 punti percentuali) mentre è sensibilmente superiore al dato medio per gli altri tre principali paesi dell'area (32-33 pp nel caso di Francia e Italia, quasi 64 pp per la Spagna).

Il rapporto debito /Pil dell'eurozona dopo aver raggiunto un massimo nel 2014 (94,2%) ha iniziato una lenta discesa attestandosi nel 2016 a 91,1%, discesa che un recente documento della Commissione Europea estende al 2017 (89,3%) e al 2018 (87,2%). La politica della Bce per rilassarne la liquidità monetaria dell'area si è realizzata in particolare attraverso acquisti di titoli pubblici sul mercato secondario per un ammontare complessivo (fine 2017) di poco inferiore a € 1.900 mld. Questo ingente flusso di acquisti ha spinto in territorio negativo gran parte dei rendimenti dei titoli pubblici dell'eurozona già in circolazione: a livello di intera eurozona nel dicembre scorso questa condizione era verificata per il 46% dei titoli, con punte del 65% per quelli

tedeschi e del 56% per quelli francesi. La riduzione dei rendimenti si è trasferita con intensità diversificata dal mercato secondario a quello primario determinando una lenta discesa del tasso d'interesse pagato in media sull'intero debito pubblico. Pur diffusa a tutti i paesi partecipanti all'eurozona questa flessione è risultata di entità significativamente diversa, maggiore per i paesi con i più solidi indicatori di finanza pubblica: espressa in centesimi, la riduzione tra il 2007 e 2016 si attesta intorno a quota 220 per Germania e Francia, a 180 per l'Italia mentre si ferma al di sotto di 150 per la Spagna e ad appena 108 per il Portogallo.

Il differenziale tra il tasso d'interesse nominale pagato in media sul debito pubblico e il tasso di crescita nominale dell'economia costituisce un indicatore di particolare importanza: tanto più alto è questo differenziale, tanto maggiore è il saldo primario di finanza pubblica necessario per evitare un aumento del rapporto debito/Pil. Malgrado la rilevante riduzione del tasso d'interesse nominale pagato sul debito il differenziale si è mantenuto positivo (seppure in riduzione) per gran parte degli anni successivi al 2008 e per gran parte dei paesi dell'eurozona. Per quanto riguarda i quattro maggiori paesi dell'area, in Germania l'inversione di segno (da positivo a negativo) si realizza nel 2013 e supera il punto percentuale nel 2016 (ultimo anno disponibile); in Francia il processo di riequilibrio è molto più lento e solo nel 2016 il differenziale assume segno negativo; in Spagna e in Italia la differenza tra i due tassi, tocca i livelli più elevati nel 2012 (a ridosso e sopra i 3 punti percentuali, rispettivamente), si contrae successivamente ma alla più recente rilevazione risulta ancora largamente positiva.

L'eventuale fine del profilo accomodante della politica monetaria contrasterebbe la riduzione di questo differenziale. Si tratterebbe di un'evoluzione lenta perché legata al processo di rinnovo dei titoli in scadenza. Solo una decisa accelerazione della crescita e/o un risveglio più deciso della dinamica inflazionista potrebbero allontanare il rischio di politiche della spesa pubblica restrittive (saldo primario positivo).

Quanto rilevante è stato l'alleggerimento dell'onere del debito pubblico reso possibile dalle politiche monetarie non convenzionali? Le stime formulate per rispondere a questa domanda sono numerose. Uno studio della Bundesbank ha cercato di quantificare il minore flusso di interessi pagato sul debito confrontando quanto effettivamente pagato con quanto sarebbe avvenuto se il costo medio del debito pubblico fosse rimasto sui livelli del 2007. Se ne ricava per l'insieme dell'eurozona un ammontare di minori pagamenti nel periodo 2008-16 pari a quasi €1.000 mld, l'8,7% del Pil del 2016. Per cinque paesi (Austria, Belgio, Francia, Italia e Paesi Bassi) questo indicatore si posiziona a ridosso o poco al di sopra del 10%, la Grecia è al 21%, la Germania è un punto percentuale al di sotto del dato medio, Portogallo e Spagna si posizionano al 5-6%. Secondo

questa simulazione, espresso in valore, il risparmio per la Germania (€240 mld) sarebbe stato superiore a quello della Francia (€226 mld), dell'Italia (quasi €175 mld) e della Spagna (€60 mld).

Ad una conclusione significativamente diversa approda un documento della Banca di Spagna che concentrandosi sul periodo 2014-16 mette a confronto l'ammontare degli interessi corrisposti sul debito pubblico con quanto si sarebbe verificato se i tassi a breve e quelli a lunga fossero risultati in linea con quanto previsto prima dell'avvio delle politiche monetarie non convenzionali, restando invariato tutto il resto in tema di finanza pubblica. Rapportata al Pil, questa differenza per Spagna e Italia nel periodo 2014-16 risulta cumulativamente pari rispettivamente a 0,9 e 1,3 punti percentuali, orientativamente un quarto e un quinto di quanto stimato per lo stesso triennio 2014-16 dalla banca centrale tedesca. Per Germania e Francia la stima spagnola quantifica in appena 0,1 e 0,3 punti percentuali il risparmio cumulato di interessi prodotto nel triennio dalle politiche espansive della Bce.

La diversa conclusione cui giungono queste analisi rende incerta la quantificazione delle ricadute sulla sostenibilità del debito pubblico derivanti da una possibile attenuazione/cessazione della politica di acquisti delle banche centrali. Poiché queste ricadute si potranno manifestare solo in fase di rinnovo dei titoli e considerato che in questi anni si è verificata un allungamento delle scadenze, la risalita del costo medio del debito pubblico sarà comunque molto lenta.

Riflessi sul settore privato non finanziario

Il problema del debito non riguarda solo il soggetto pubblico. Secondo una recente elaborazione dell'IIF (Institute of International Finance) negli ultimi dieci anni (terzo trimestre 2007 – terzo trimestre 2017) il debito globale è cresciuto di oltre \$70mila mld, superando i \$230mila mld, oltre tre volte l'ammontare del Pil mondiale. Il debito pubblico ha raggiunto i \$ 63mila mld, contribuendo per oltre due quinti alla crescita dell'aggregato totale.

Altrettanto importante è risultata nel decennio la dinamica del debito delle famiglie (+\$10mila mld, a \$ 44mila mld) ma soprattutto delle imprese non finanziarie (+\$ 26mila mld, a \$ 68mila mld). I rapporti sulla stabilità finanziaria pubblicati nei diversi paesi negli ultimi mesi del 2017 dedicano ampio spazio a queste due tipologie di operatori, nella considerazione che i rischi ora in essere potrebbero risultare difficilmente gestibili in un mutato scenario finanziario.

Per quanto riguarda le imprese non finanziarie un buon punto di osservazione è costituito dal mercato delle obbligazioni corporate. Rispetto all'inizio del 2011 il mercato dei titoli di debito emessi dalle imprese dell'eurozona risulta aumentato di circa il 50%, arrivando a superare €1.000 mld. Questo dato Bce in realtà sottostima la dimensione effettiva del fenomeno perché non copre

alcune fattispecie e in particolare quella dei titoli emessi da istituzioni finanziarie (estere) a beneficio di imprese dello stesso gruppo, una procedura con vantaggi fiscali e possibilmente anche normativi. Allo sviluppo di questo mercato ha contribuito non poco anche la Bce che da metà 2016 ha inserito questi titoli (purché con rating non inferiore a investment grade) tra quelli oggetto dei suoi acquisti. Il grado di vulnerabilità di questo mercato ad un eventuale rialzo dei rendimenti finanziari è molto diversificato a livello di settori di attività e/o di imprese. Se è vero che circa tre quarti dei titoli hanno un rating investment grade è però altrettanto evidente che la crescita di quelli al di sotto di questa soglia o privi di rating è stata ben più intensa della crescita del mercato complessivo, per impulsi provenienti tanto dal lato dell'offerta quanto da quello della domanda (risk appetite).

Un andamento simile si ritrova nel caso dei prestiti sindacati. Negli Stati Uniti, che rappresentano la componente principale di questo mercato, la quota delle emissioni attivate da imprese al di fuori dell'area investment-grade risulta salita al 65% (settembre 2017); nell'eurozona la crescita risulta altrettanto evidente ma per ora più contenuta (al 41%).

Queste indicazioni diventano di rilievo tanto più ci avvicina alla fase di rifinanziamento delle operazioni. Considerando che per oltre il 90% dei casi si tratta di titoli a lunga scadenza è possibile che per il loro rinnovo vengano richieste più onerose condizioni finanziarie, un'eventualità che per alcune imprese si tradurrebbe in un aumento delle possibilità di default. Tra le aziende europee considerate dall'indice STOXX Europe 600 il 4% presenta un rapporto tra redditi operativi e interessi passivi inferiore a due.

Nel 2016 (ultimo disponibile), tra le 1000 grandi imprese statunitensi considerate nell'indice Us Russell 1000 Index quelle in questa precaria condizione erano ben l'11%, la quota più alta dal 2009. Oltre al livello, l'aspetto qui da evidenziare è che si tratta di una quota in movimento verso l'alto e tale movimento è rilevato all'indomani dell'avvio della svolta della politica monetaria statunitense.

Riflessi sul settore bancario

L'eventuale attenuazione delle politiche monetarie fortemente espansive produrrà un cambio di scenario con ricadute di segno diverso per gli istituti bancari. In particolare, potrebbe invertirsi la forte riduzione del differenziale tra rendimenti attivi e passivi sceso in Italia dal 2,0% del 2008 all'1,1% del 2016. La contrazione degli interessi percepiti sui finanziamenti a famiglie e imprese ha trovato solo parziale compensazione nella ricomposizione delle passività verso le componenti meno costose. Nel caso europeo (non in quello statunitense) a questo si deve aggiungere la penalizzazione delle riserve bancarie in eccesso (-0,40% l'onere imposto sui depositi overnight presso la Bce), provvedimento che nel caso tedesco nel 2016 (ultimo disponibile) è costato agli istituti di credito

oltre €1 mld (quattro volte l'ammontare dell'anno precedente). Nei primi nove mesi del 2017 il margine d'interesse delle 10 maggiori banche italiane ha registrato una nuova contrazione (-3% a/a) dopo quella molto rilevante del 2016 (oltre -7%).

Il mutamento di scenario chiamerà però anche le banche a gestire le ripercussioni causate dalla crescita in questi ultimi anni della durata degli impieghi a tasso fisso a fronte di una raccolta il cui profilo, al contrario, è stato fortemente mutato dall'accresciuto spazio delle passività a più breve termine. Questa divergenza è largamente diffusa. In Germania gli impieghi con durata oltre i 5 anni sono pari all'87% del totale degli impieghi nel caso delle casse di risparmio e delle banche cooperative mentre si fermano al 47% quando si considerano le banche commerciali; parallelamente, per le prime le passività a vista sono cresciute dal 36% di metà 2007 all'attuale 60%, per le seconde l'incremento è risultato molto più contenuto.

Non troppo diversa la situazione negli Stati Uniti dove la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) ha recentemente evidenziato che \$6.100 mld di impieghi bancari hanno condizioni finanziarie bloccate per un periodo superiore a tre anni. Si tratta di circa il 36% degli attivi bancari, la quota più alta negli ultimi due decenni. Anche negli Stati Uniti la quota è più bassa per gli istituti maggiori mentre è sensibilmente più alta (oltre il 50%) per gli istituti di minore dimensione.