

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. LE ECONOMIE E LE POLITICHE ECONOMICHE DEI PRINCIPALI PAESI E AREE

Nel 2007 la crescita dell'economia mondiale è stata ancora robusta, pari al 4,9 per cento (5,0 nel 2006); nel corso dell'anno si è indebolita nelle principali aree industrializzate, è rimasta elevata in quelle emergenti. Si sono manifestate ovunque pressioni inflazionistiche connesse soprattutto con l'accelerazione dei prezzi delle materie di base.

Negli Stati Uniti il prodotto è aumentato del 2,2 per cento; dalla metà del 2006, l'attività economica ha risentito dell'acuirsi dei problemi del mercato immobiliare, che si è tradotto in una caduta degli investimenti residenziali. I prezzi delle abitazioni si sono ridotti innescando gravi tensioni sui mercati delle attività finanziarie basate sulla cartolarizzazione dei mutui (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*); la fase di debolezza del mercato immobiliare prosegue tuttora, risentendo anche dell'inasprimento delle condizioni di accesso al credito, e la riduzione dei prezzi potrebbe accentuarsi nell'anno in corso. Da settembre la Riserva federale ha modificato l'orientamento della politica monetaria, abbassando più volte il tasso obiettivo sui federal funds, complessivamente per 3,25 punti percentuali, pur in presenza di perduranti pressioni inflazionistiche. L'azione espansiva, comparabile per intensità a quella esercitata nel 2001, è volta a limitare gli effetti delle turbolenze nei mercati monetari e finanziari sull'attività economica.

In Giappone la crescita, pari al 2,1 per cento, è stata sospinta dalla domanda estera, a fronte di un indebolimento di quella interna. In tale contesto, e in presenza di un'inflazione prossima allo zero, la Banca del Giappone ha mantenuto condizioni monetarie accomodanti. È proseguita l'azione di consolidamento fiscale: il disavanzo pubblico è sceso al 4,9 per cento del prodotto, dal 5,9 nel 2006.

Nell'Unione europea (UE) il ritmo di espansione è diminuito lievemente, al 2,8 per cento. Nei nove paesi nuovi membri che ancora non hanno adottato l'euro la crescita, pur con notevoli differenze, si è mantenuta elevata, al 6,2 per cento; le pressioni inflazionistiche si sono intensificate, i disavanzi di parte corrente si sono ampliati, ma sono stati finanziati agevolmente da afflussi di capitale elevati, in particolare nel comparto bancario.

Le principali economie emergenti (Cina, India, Brasile e Russia), il cui peso sul prodotto mondiale, misurato alle parità dei poteri d'acquisto, è ormai pari al 21 per cento, hanno continuato a espandersi a un ritmo prossimo al 10 per cento; l'inflazione è risultata in aumento. Gli afflussi di capitali dall'estero si sono mantenuti cospicui; le pressioni all'apprezzamento del tasso di cambio sono state ancora contrastate attraverso l'accumulo di riserve valutarie.

L'economia statunitense

Nel 2007 il PIL degli Stati Uniti è aumentato del 2,2 per cento (2,9 nel 2006; tav. 1.1). Nel quarto trimestre l'economia ha ristagnato risentendo delle turbolenze sui mercati finanziari e della crisi del mercato immobiliare. La caduta degli investimenti residenziali, pari nella media dell'anno al 17 per cento, ha sottratto un punto percentuale alla crescita del prodotto.

Tavola 1.1

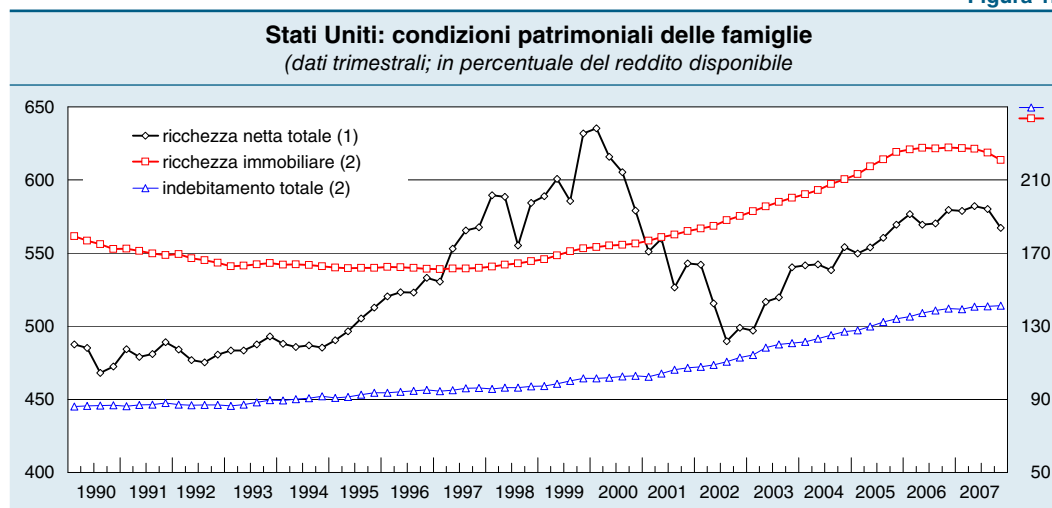
PIL, domanda e inflazione nei principali paesi industriali (variazioni percentuali)					
	2003	2004	2005	2006	2007
Stati Uniti					
PIL (1)	2,5	3,6	3,1	2,9	2,2
Domanda interna (1)	2,8	4,1	3,1	2,8	1,5
Inflazione (2)	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9
Canada					
PIL (1)	1,9	3,1	3,1	2,8	2,7
Domanda interna (1)	4,6	4,3	5,1	4,4	4,3
Inflazione (2)	2,7	1,8	2,2	2,0	2,1
Giappone					
PIL (1)	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1
Domanda interna (1)	0,8	1,9	1,7	1,6	1,0
Inflazione (2)	-0,3	..	-0,3	0,3	..
Unione Europea					
PIL (1)	1,3	2,5	1,9	3,1	2,9
Domanda interna (1)	1,9	2,5	2,0	3,0	2,8
Inflazione (2)	2,1	2,3	2,3	2,3	2,4
Regno Unito					
PIL (1)	2,8	3,3	1,8	2,9	3,0
Domanda interna (1)	2,8	3,8	1,6	2,8	3,7
Inflazione (2)	1,4	1,3	2,0	2,3	2,3
Economie avanzate					
PIL (3)	1,9	3,2	2,6	3,0	2,7
<i>Per memoria:</i>					
Prodotto mondiale (3)	3,6	4,9	4,4	5,0	4,9

Fonte: FMI e statistiche nazionali.
(1) Quantità a prezzi concatenati. – (2) Indice dei prezzi al consumo. – (3) Quantità a prezzi costanti.

I consumi delle famiglie sono aumentati del 2,9 per cento (3,1 nel 2006), un ritmo di crescita sostanzialmente in linea con quello del reddito reale disponibile. Il saggio di risparmio, ridottosi di due punti percentuali nei precedenti quattro anni, è rimasto invariato allo 0,4 per cento. Nel 2008 i consumi potrebbero risentire del deterioramento delle condizioni patrimoniali verificatosi nel 2007.

La ricchezza netta delle famiglie, misurata in rapporto al reddito disponibile, nel 2007 ha segnato un calo di oltre dieci punti (al 567 per cento), in larga parte dovuto alla flessione della ricchezza immobiliare (fig. 1.1). La caduta dei prezzi delle abitazioni ha ridotto la capacità delle famiglie di finanziare i propri consumi aumentando i debiti a fronte di garanzie immobiliari, attraverso meccanismi quali le home equity lines, una scelta di finanziamento incentivata dalla deducibilità fiscale degli interessi sui mutui ipotecari. L'indebitamento complessivo delle famiglie, in continua ascesa dai primi anni novanta, si è stabilizzato al 141 per cento del reddito disponibile alla fine del 2007. L'incidenza del servizio del debito si è ridotta solo marginalmente rispetto al 2006, collocandosi attorno al 14 per cento, un livello elevato nel confronto storico.

Figura 1.1



Fonti: Riserva federale e Bureau of Economic Analysis.
(1) Scala di sinistra. – (2) Scala di destra.

Gli investimenti produttivi sono aumentati del 4,7 per cento (6,6 nel 2006). I profitti delle società non finanziarie, nella misurazione coerente con i criteri di contabilità nazionale, dopo cinque anni di crescita elevata, pari in media al 18 per cento, sono diminuiti del 3,7. Per l'aggregato di queste società non sono emersi problemi di finanziamento esterno; il tasso di insolvenza sulle obbligazioni societarie, pressoché nullo, e la bassa incidenza degli oneri finanziari netti sul margine operativo netto indicano una situazione patrimoniale solida. Tuttavia, il tasso di indebitamento, misurato in rapporto al valore aggiunto lordo del settore, ha segnato nell'anno un incremento di circa sei punti percentuali, collocandosi alla fine del 2007 su un valore simile a quello registrato alla fine del 2001 (90 per cento).

Nella media del 2007 la crescita dell'occupazione è stata pari a poco più dell'1 per cento; nel corso dell'anno le condizioni del mercato del lavoro sono gradualmente peggiorate, con un tasso di disoccupazione che ha raggiunto il 5 per cento in dicembre (dal 4,4 alla fine del 2006). Nei primi quattro mesi del 2008 l'occupazione dipendente è diminuita, complessivamente, di 260 mila unità.

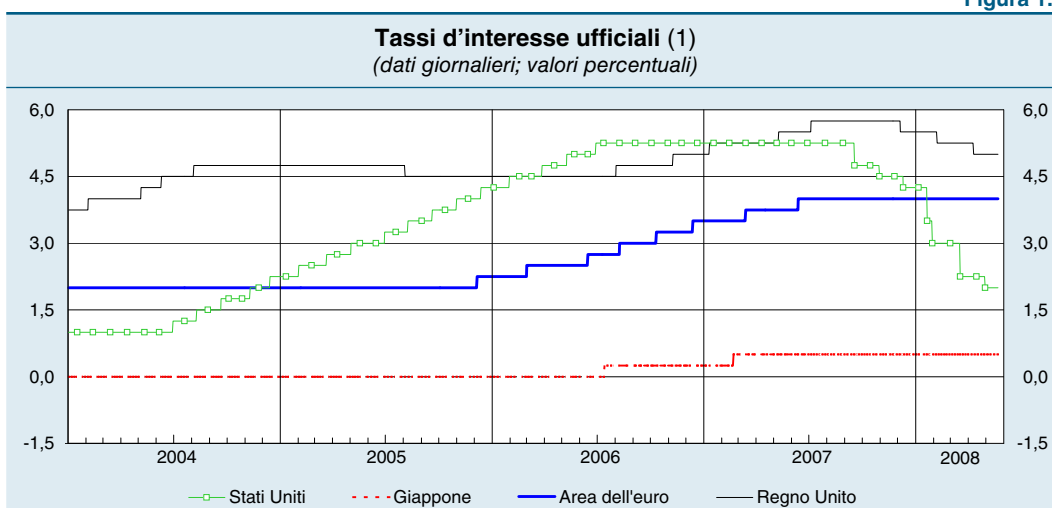
Secondo dati preliminari, nel primo trimestre dell'anno in corso l'attività economica ha continuato a essere debole (con un aumento del PIL dello 0,6 per cento in ragione d'anno, come nel quarto trimestre del 2007), sostenuta soprattutto dal contributo delle scorte. Gli investimenti residenziali hanno continuato a cadere a ritmi superiori al 25 per cento; quelli produttivi si sono ridotti del 2,5. I consumi hanno ulteriormente rallentato.

Nella media del 2007 i prezzi al consumo sono aumentati del 2,9 per cento, registrando però un brusco incremento da agosto, sospinti dall'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari e dell'energia. Al netto di tali prodotti l'inflazione si è attestata nella media dell'anno al 2,3 per cento. Le aspettative d'inflazione a medio-lungo termine – sia quelle derivanti dalle indagini, sia quelle desumibili dal rendimento dei titoli pubblici indicizzati – sono aumentate solo lievemente. I prezzi delle importazioni hanno nettamente accelerato riflettendo il deprezzamento del dollaro.

Tra il luglio 2005 e l'aprile 2008, a fronte di un deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale del dollaro del 15 per cento, i prezzi in dollari delle importazioni di prodotti non energetici hanno registrato un incremento pari a quasi undici punti percentuali. In particolare, quelli di manufatti provenienti dai paesi industrializzati sono aumentati del 14 per cento. In questo contesto, i beni provenienti dalla Cina, che ormai rappresentano il 17 per cento del totale delle importazioni statunitensi, hanno continuato ad avere un rilevante ruolo di contenimento della dinamica dei prezzi all'importazione, registrando aumenti limitati (3 per cento, a fronte di un deprezzamento del dollaro nei confronti della valuta cinese pari al 15 per cento). Il consistente rialzo dei prezzi delle importazioni suggerisce – in prima approssimazione, poiché non si sta tenendo conto della dinamica dei prezzi alla produzione nei paesi esportatori – un aumento dell'influenza del tasso di cambio sui prezzi delle importazioni (pass-through), dopo il significativo declino registrato tra gli anni ottanta e i primi anni dell'attuale decennio. Il fenomeno potrebbe essere almeno in parte ricondotto alle difficoltà delle imprese esportatrici, localizzate in paesi le cui valute hanno registrato un prolungato e consistente apprezzamento nei confronti del dollaro, a ridurre ulteriormente i propri margini di profitto sul mercato statunitense.

Fino all'estate del 2007 la Riserva federale aveva lasciato invariato per oltre un anno il tasso obiettivo sui federal funds al 5,25 per cento, segnalando il rischio che le pressioni inflazionistiche potessero richiedere un orientamento più restrittivo della politica monetaria (fig. 1.2). Dallo scorso agosto, per contrastare le turbolenze finanziarie e la loro trasmissione ai mercati monetari e interbancari, la Riserva federale è intervenuta ripetutamente fornendo liquidità, in alcuni casi anche in coordinamento con le altre principali banche centrali (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). Tra settembre e dicembre, pur in un contesto di inflazione in aumento, il tasso d'interesse di riferimento è stato ridotto per tre volte, complessivamente per un punto percentuale,

Figura 1.2



Fonte: BCE e statistiche nazionali

(1) Dati giornalieri. Per Stati Uniti: tasso obiettivo sui federal funds; per Giappone: tasso obiettivo sull'overnight sul mercato monetario; per area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per Regno Unito: tasso sulle riserve delle banche commerciali presso la Banca d'Inghilterra, prima del 18 maggio 2006 tasso pronti contro termine.

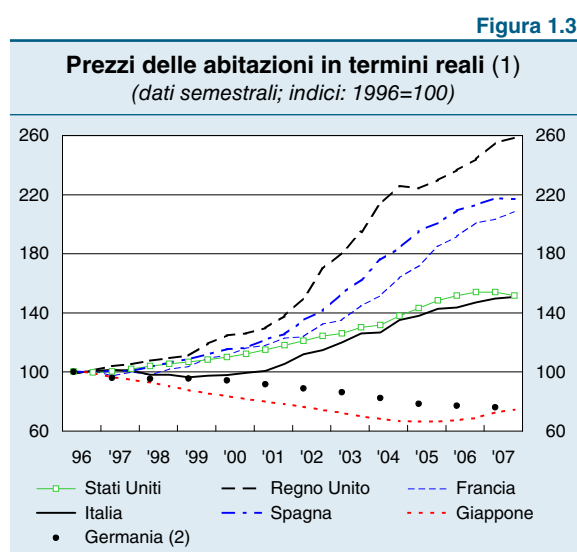
al 4,25 per cento. Dall'inizio del 2008 con l'ulteriore indebolimento dell'attività economica, anche in seguito all'inasprimento delle condizioni di accesso al credito per famiglie e imprese, la Riserva federale ha abbassato il tasso obiettivo sui federal funds per altre quattro volte, fino al 2 per cento. In base alle quotazioni più recenti dei contratti futures, i mercati non si attendono ulteriori variazioni dei tassi di riferimento entro la fine dell'anno.

Nell'esercizio finanziario 2006-07, conclusosi nello scorso settembre, il disavanzo del bilancio federale si è ridotto all'1,2 per cento del PIL, dall'1,9 nel 2006. Tale riduzione è stata interamente di natura strutturale: al netto del ciclo, infatti, il disavanzo è sceso a meno dell'uno per cento del PIL, dall'1,8 nel 2006. Il miglioramento dei conti federali è derivato, oltre che dal persistere di un'elevata crescita del gettito delle imposte sul reddito delle persone fisiche, anche dal contenimento della spesa discrezionale: quella non destinata alla difesa, in particolare, che nel biennio 2005-06 era aumentata a un ritmo medio annuo del 6,1 per cento, nel 2007 è diminuita dello 0,7; quella per la difesa ha continuato a crescere a tassi superiori al 5 per cento.

La politica di bilancio è ora influenzata significativamente dall'estendersi della crisi del mercato del credito. Nel febbraio 2008, per contrastare l'indebolimento dell'attività economica, il Congresso statunitense ha approvato l'*Economic Stimulus Act* che introduce tagli d'imposta temporanei per complessivi 168 miliardi di dollari (pari a poco più dell'1 per cento del prodotto), in larga misura gravanti sul bilancio dell'esercizio in corso. Gli sgravi sono indirizzati per circa i due terzi alle famiglie, favorendo in particolare quelle con reddito più basso e con più figli, e per la restante parte alle imprese, costituiti principalmente da incentivi che consentono di innalzare gli ammortamenti fiscalmente deducibili relativi agli investimenti in macchinari effettuati nel 2008.

Il mercato delle abitazioni. – La flessione dei prezzi delle abitazioni avviatasi nel 2006 è proseguita nell'anno trascorso; nel secondo semestre, depurati delle variazioni dei prezzi al consumo, i valori immobiliari si sono ridotti, rispetto al periodo corrispondente, del 9 per cento secondo l'indice Case-Shiller, riferito alle 10 principali aree metropolitane; del 2 secondo quello elaborato dall'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO, fig. 1.3). Nei primi mesi del 2008 la caduta dei prezzi si è accentuata: in febbraio l'indice Case-Shiller registrava una flessione del 14 per cento, rispetto a un anno prima. Pressioni al ribasso sui prezzi delle abitazioni hanno iniziato a emergere anche in altri paesi avanzati.

Nel corso del secondo semestre del 2007, il valore reale degli immobili ha iniziato a ridursi nel Regno Unito, in Francia e in Spagna, sebbene nella media del periodo le quotazioni siano rimaste su livelli superiori, rispettivamente, del 6, del 4 e del 2 per cento, rispetto allo stesso semestre del 2006; in Germania i prezzi delle abitazioni hanno



Fonte: elaborazione sulla base di statistiche nazionali.
(1) Valori nominali deflazionati con i prezzi al consumo. – (2) Dati annuali.

continuato a diminuire. In Italia, pur in rallentamento, le quotazioni sono risultate superiori del 3 per cento rispetto al semestre corrispondente del 2006. In Giappone, i prezzi degli immobili hanno proseguito il recupero avviato dal 2005 dopo oltre un decennio di flessione.

Negli Stati Uniti la flessione dei prezzi ha determinato un sensibile aumento delle morosità e delle insolvenze sui mutui ipotecari, prevalentemente nel segmento dei mutui concessi a fronte di limitate garanzie personali (*subprime*), che costituiscono circa il 14 per cento del totale dei mutui in essere. Il tasso di morosità nel segmento *subprime* è aumentato dall'11,6 per cento della fine del 2005 al 17,3 nel dicembre del 2007. L'incremento è stato più marcato per i mutui a tasso variabile, che costituiscono i due terzi del totale di questo comparto, e per quelli concessi più di recente, anche in seguito all'allentamento dei criteri di concessione del credito da parte degli intermediari. Il calo dei prezzi delle abitazioni ha reso più difficile incrementare l'indebitamento garantito dal valore degli immobili, mettendo in difficoltà soprattutto quei debitori che vi avevano fatto affidamento per far fronte al previsto aumento delle rate. Questo fattore è risultato rilevante soprattutto per i sottoscrittori di mutui caratterizzati da rate molto basse per i primi due o tre anni, ma destinate a salire in misura significativa successivamente, anche in assenza di variazioni dei tassi di mercato.

Nel 2007, la domanda di abitazioni è rallentata: l'accensione di nuovi mutui si è ridotta. Gli indicatori anticipatori dell'attività nel settore immobiliare statunitense (domande di licenza di costruzione, avvio di nuove costruzioni) segnalano che la crisi del settore non si sta attenuando. Il numero di mesi occorrenti per smaltire le nuove abitazioni invendute ha continuato ad aumentare. Ne dovrebbero derivare ulteriori correzioni al ribasso dei prezzi degli immobili; le quotazioni dei contratti futures sull'indice Case-Shiller, rilevate nel maggio dell'anno in corso, prospettano un calo ulteriore dei prezzi delle abitazioni di oltre il 10 per cento entro la fine del 2008.

La differenza fra il valore osservato del rapporto tra il prezzo delle case e gli affitti e quello di equilibrio, stimato attraverso il calcolo del costo d'uso della proprietà immobiliare (una misura della sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni; cfr. il capitolo della sezione A: *I mercati finanziari e valutari internazionali* nella Relazione sull'anno 2005) aveva raggiunto un picco del 23 per cento nel quarto trimestre del 2006; si è ridotta lo scorso anno di tre punti percentuali. Indicazioni non dissimili si riscontrano anche confrontando il valore osservato del rapporto tra prezzi delle case e reddito disponibile con la sua media storica. Nei primi anni ottanta, quando si era registrata una sopravvalutazione dei valori immobiliari del 20 per cento, il processo di riequilibrio era durato circa cinque anni, senza, peraltro, richiedere variazioni consistenti dei prezzi delle abitazioni. Nella fase attuale, in presenza di una riduzione dei prezzi più brusca, il processo potrebbe rivelarsi più rapido.

L'economia giapponese

In Giappone il prodotto è cresciuto del 2,1 per cento (2,4 nel 2006), riflettendo il rallentamento della domanda interna, che nella seconda metà dell'anno si è addirittura ridotta. Particolarmente debole è stata la domanda per investimenti, soprattutto quelli residenziali, che hanno registrato nell'anno una caduta del 9,5 per cento, anche a causa dell'inasprimento delle regole sugli standard di costruzione per i nuovi edifici. I consu-

mi hanno segnato una netta decelerazione nel corso dell'anno, risentendo del calo dei salari nominali e dell'espansione ancora debole dell'occupazione (0,5 per cento, da 0,4 nel 2006). Il principale sostegno alla crescita è provenuto dal settore estero.

Nel primo trimestre dell'anno in corso l'accelerazione del prodotto, al 3,3 per cento in ragione d'anno, sembra aver beneficiato del buon andamento dei consumi delle famiglie e della domanda estera.

I prezzi al consumo sono rimasti sostanzialmente invariati, come nel 2006; dall'ultimo trimestre dell'anno, in seguito al rincaro dei prodotti energetici e alimentari, l'inflazione si è innalzata collocandosi, nel marzo del 2008, all'1,2 per cento, sui dodici mesi. L'inflazione di fondo (che esclude la variazione dei prezzi dei prodotti alimentari freschi) ha mostrato un andamento analogo.

Nel febbraio del 2007, in seguito al rafforzamento della crescita, la Banca del Giappone aveva aumentato di 25 punti base il tasso d'interesse obiettivo, allo 0,5 per cento. In quell'occasione aveva, inoltre, annunciato l'intenzione di innalzarlo con gradualità in relazione al futuro andamento dell'attività economica e dei prezzi. Nella seconda parte dell'anno, tuttavia, le attese di ulteriori rialzi si sono via via affievolite con l'estendersi delle turbolenze sui mercati finanziari internazionali e l'emergere di segnali di debolezza del ciclo. L'orientamento della politica monetaria è rimasto invariato e, attualmente, le quotazioni dei futures sugli eurodepositi in yen a tre mesi segnalano che non sono attese variazioni dei tassi ufficiali entro la fine dell'anno.

Nell'esercizio finanziario 2007-08, conclusosi nel marzo dell'anno in corso, il disavanzo pubblico è sceso al 4,9 per cento del PIL, un punto in meno che nel 2006, beneficiando soprattutto del forte aumento delle entrate connesso con il buon andamento dei profitti delle imprese. Il miglioramento dei conti pubblici dovrebbe segnare quest'anno una battuta d'arresto in seguito al previsto rallentamento dell'economia: la legge di bilancio per il 2008 prevede, infatti, un disavanzo invariato. Non sono mutati, tuttavia, gli obiettivi di medio termine, in base ai quali il saldo primario – attualmente pari al -0,9 per cento del PIL – raggiungerebbe una situazione di avanzo nell'anno fiscale 2011. Ciò consentirebbe di invertire la tendenza crescente del debito pubblico, attestatosi quest'anno al 164,9 per cento del prodotto, due punti in più rispetto al 2006.

L'economia della UE

Nel 2007 il ritmo di espansione dell'Unione europea (UE-27) si è lievemente ridotto, al 2,8 per cento (dal 3,1 nel 2006); nell'area dell'euro il prodotto, pur rallentando nel secondo semestre, ha registrato nella media dell'anno un incremento del 2,6 per cento (2,8 nel 2006), un ritmo ben superiore a quello medio del triennio 2003-05 (1,5 per cento; cfr. il capitolo 5: *Gli andamenti macroeconomici*).

Nel Regno Unito l'attività economica è cresciuta del 3 per cento, sospinta dall'accelerazione dei consumi e dall'elevata dinamica degli investimenti; il settore estero ha sottratto alla crescita del prodotto circa mezzo punto percentuale. Nel primo semestre l'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, è rimasta ben al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento, inducendo la Banca d'Inghilterra a innalzare in tre occasioni il tasso di riferimento della politica monetaria per complessivi 75 centesimi di

punto, al 5,75 per cento. Successivamente, i prezzi hanno rallentato, fino all'1,7 in agosto. Dall'ultimo trimestre del 2007, l'acutizzarsi delle tensioni finanziarie e il peggioramento del quadro congiunturale hanno indotto la Banca d'Inghilterra ad abbassare i tassi di riferimento fino al 5 per cento, nonostante la ripresa dell'inflazione, risalita nell'aprile dell'anno in corso al 3 per cento. Quest'ultima, secondo le più recenti previsioni delle autorità monetarie, dovrebbe continuare a salire nei prossimi mesi, risentendo del rincaro dell'energia e dell'aumento dei prezzi dei beni importati, per ritornare verso l'obiettivo del 2 per cento solo nel 2010. Nell'esercizio finanziario 2007-08, conclusosi nel marzo scorso, il fabbisogno complessivo del settore pubblico è salito al 2,6 per cento circa del PIL (dal 2,3 nel 2006-07). La legge di bilancio per l'anno finanziario in corso prevede che l'intervento per il salvataggio della Northern Rock determini un aumento temporaneo dello stock del debito lordo pari all'1 per cento del PIL.

Nel febbraio dell'anno in corso la Northern Rock, un'importante banca britannica, che da settembre 2007 aveva ricevuto fondi straordinari dalla Banca d'Inghilterra (con il consenso del Tesoro e della Financial Services Authority) per far fronte alle gravi difficoltà a finanziarsi sul mercato, è stata nazionalizzata. Alla fine di marzo del 2008 l'ammontare dei prestiti ottenuti era pari a 24 miliardi di sterline. Nell'anno finanziario in corso tali prestiti saranno interamente sostituiti da finanziamenti diretti da parte del Tesoro che dovrebbero essere ripagati entro il 2010.

Nei paesi nuovi membri della UE che ancora non hanno adottato l'euro la crescita del prodotto, pur con notevoli differenze, è proseguita a ritmi elevati (6,2 per cento, contro il 6,6 nel 2006), sospinta dalla domanda interna (tav. 1.2). I consumi delle famiglie sono aumentati in media del 6,2 per cento (6,7 nel 2006), indebolendosi nella seconda metà dell'anno, soprattutto nei paesi baltici e in Ungheria. Gli investimenti hanno accelerato al 14,8 per cento, sostenuti dall'espansione del credito; quello alle famiglie ha continuato a crescere a ritmi elevati, soprattutto nel comparto dei mutui immobiliari.

Tavola 1.2

Principali indicatori macroeconomici nei paesi nuovi membri della UE che non fanno parte dell'area dell'euro (variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)													
Paesi	PIL		Prezzi al consumo (1)		Credito bancario		Saldo di conto corrente (2)		Investimenti diretti: flussi netti in entrata (2)		Altri investimenti: flussi netti in entrata (2)		
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	
Bulgaria	6,3	6,2	7,4	7,6	24,7	62,7	-17,8	-21,5	23,1	20,5	2,3	15,6	
Estonia	11,2	7,1	4,4	6,7	62,1	35,8	-15,5	-17,4	3,5	4,5	21,3	13,7	
Lettonia	12,2	10,3	6,6	10,1	58,3	34,0	-22,5	-22,9	7,5	7,2	22,6	20,6	
Lituania	7,7	8,8	3,8	5,8	40,6	42,8	-10,8	-13,7	5,1	3,5	11,2	12,8	
Polonia	6,2	6,5	1,3	2,6	24,0	31,5	-2,7	-3,7	2,9	3,4	1,7	6,2	
Repubblica Ceca	6,4	6,6	2,1	3,0	21,9	28,5	-3,1	-2,6	3,2	4,6	1,1	-0,1	
Romania	7,9	6,0	6,6	4,9	56,4	60,4	-10,4	-14,1	8,9	6,0	6,3	10,9	
Slovacchia	8,5	10,4	4,3	1,9	22,9	22,2	-7,0	-5,3	6,8	3,5	-7,4	6,3	
Ungheria	3,9	1,3	4,0	7,9	16,7	18,8	-6,0	-4,9	0,8	1,0	3,6	6,3	
Per memoria:													
Area dell'euro (3)	2,8	2,6	2,2	2,1	10,8	11,1	..	0,3	-1,7	-1,1	-0,1	0,7	

Fonte: Elaborazioni su dati BCE, Eurostat, Commissione Europea.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. - (2) In rapporto al PIL. - (3) Area dell'euro: comprensiva di 15 paesi, inclusi Slovenia Cipro e Malta.

La robusta crescita della domanda interna e l'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari ed energetici hanno rafforzato le pressioni inflazionistiche in quasi tutti i paesi. In media l'inflazione al consumo è salita al 5,7 per cento, dal 4,5 nel 2006. Nei paesi baltici e in Ungheria l'aumento, assai più elevato rispetto agli altri paesi, ha riflesso anche il processo di adeguamento dei prezzi amministrati e della tassazione indiretta ai livelli medi della UE.

Per contenere l'espansione del credito e contrastare le spinte inflazionistiche le autorità monetarie di tutti i paesi, a eccezione di Estonia e Slovacchia, hanno adottato misure restrittive. Nei paesi con tasso di cambio flessibile (Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria) i tassi di riferimento sono stati innalzati tra un minimo di 75 punti base in Ungheria e un massimo di 300 in Romania. In Bulgaria e Lituania, che hanno un regime di *currency board* con l'euro, e in Lettonia, che segue un regime di fluttuazione ristretta rispetto alla parità centrale con l'euro (+/-1 per cento), le autorità monetarie hanno aumentato i tassi di rifinanziamento marginale presso la banca centrale (*standing facilities*), rispettivamente di 150, di 60 e di 100 punti base.

Nel 2007 il disavanzo delle partite correnti si è ulteriormente ampliato in quasi tutti i paesi (in media all'11,8 per cento in rapporto al PIL, dal 10,6 nel 2006), riflettendo i maggiori esborsi dal lato delle importazioni, causati dai forti rincari delle materie prime. Tale disavanzo è stato finanziato in larga misura dagli afflussi di capitali dall'estero, prevalentemente di prestiti bancari (in media pari al 14,5 per cento del PIL). Gli afflussi di investimenti diretti si sono mantenuti nel complesso elevati (6 per cento del prodotto), particolarmente in Bulgaria (20,5 per cento).

Anche grazie alla favorevole evoluzione ciclica, il disavanzo pubblico si è ridotto in tutti i paesi, a eccezione di Lituania e Romania. Polonia, Slovacchia e Ungheria hanno attuato misure di riduzione della spesa. Nell'aprile scorso la Slovacchia ha avanzato richiesta di valutazione del grado di convergenza economica, al fine di un'eventuale adozione dell'euro nel gennaio 2009.

Le principali economie emergenti: Cina, India, Brasile e Russia

Cina. – Nel 2007 la crescita è ancora salita, all'11,9 per cento, dall'11,6 dell'anno precedente (tav. 1.3), beneficiando dell'accelerazione sia della domanda interna, sia di quella estera.

L'espansione degli investimenti è rimasta assai robusta, contribuendo per 4,6 punti percentuali alla crescita del prodotto. L'incremento è stato maggiore nei comparti della lavorazione delle materie prime e in quello dei macchinari e dei servizi immobiliari. Segnali d'indebolimento sono emersi alla fine dell'anno in alcuni settori del manifatturiero maggiormente legati alle esportazioni, che hanno risentito del rallentamento della domanda proveniente dalle economie avanzate.

Un esercizio econometrico, condotto su 28 settori dell'industria manifatturiera in Cina nel periodo 1993-2006, mette in evidenza che l'elasticità con cui gli investimenti in capitale fisso reagiscono a una variazione delle esportazioni è relativamente elevata, intorno all'unità. Dato il peso assai rilevante degli investimenti nel comparto manifatturiero, pari a circa il 17 per cento del prodotto, un rallenta-

mento delle esportazioni di cinque punti percentuali comporterebbe un ridimensionamento della crescita del PIL indotta da quella degli investimenti pari a un punto.

Tavola 1.3

Principali indicatori macroeconomici di Cina, India Brasile e Russia (variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)								
PAESI	PIL		Prezzi al consumo		Saldo di conto corrente (2)		Peso sul PIL mondiale alle PPA (3)	Pil pro capite alle PPA (4)
	2002-06 (1)	2007	2002-06 (1)	2007	2002-06 (1)	2007	2007	2007
Cina	10,1	11,9	1,5	4,8	5,1	11,1	10,8	5.292
India	7,6	9,2	4,5	6,4	0,1	-1,8	4,6	2.659
Brasile	3,3	5,4	8,1	3,6	0,8	0,3	2,8	9.080
Russia	6,6	8,1	12,6	9,0	9,4	5,9	3,2	14.692
Per memoria								
<i>Paesi emergenti</i>	6,7	7,9	6,1	6,4	2,9	4,2	43,6	5.202
<i>Paesi avanzati</i>	2,5	2,7	2,0	2,2	-1,0	-1,2	56,4	37.115

Fonte: FMI.
(1) Valori medi annui. – (2) In rapporto al PIL. – (3) Valori percentuali. – (4) In dollari USA.

I consumi complessivi, pari a circa il 50 per cento del PIL, hanno contribuito per 4,7 punti alla crescita del prodotto, sospinti dall'accelerazione di quelli pubblici e dall'aumento dell'occupazione. Quest'ultima è salita di 10,4 milioni di unità nelle aree urbane; a fronte di un afflusso di lavoratori dalle aree rurali pari a circa il doppio, il tasso di disoccupazione è rimasto costante al 4 per cento.

L'inflazione al consumo è aumentata bruscamente, al 4,8 per cento (1,5 nel 2006), riflettendo in larga misura il rincaro dei prodotti alimentari. Nell'anno in corso l'inflazione è ulteriormente salita, collocandosi all'8,5 per cento in aprile. L'accelerazione dei prezzi al consumo ha riflesso soprattutto quella dei prodotti alimentari (12,3 per cento nel 2007), che rappresentano oltre un terzo della spesa complessiva delle famiglie, per effetto sia dei rincari registrati sui mercati internazionali sia di fattori interni che hanno determinato una contrazione dell'offerta di alcuni prodotti, particolarmente della carne. Al netto dei beni alimentari l'inflazione rimane contenuta (all'1,8 per cento lo scorso marzo).

Le accentuate pressioni inflazionistiche hanno indotto la Banca centrale cinese (People's Bank of China - PBC) a inasprire l'azione di restrizione. Nel corso del 2007, al fine di drenare l'eccesso di liquidità, la PBC ha fatto ricorso a operazioni di mercato aperto e ha innalzato in più occasioni il tasso di riferimento sui prestiti bancari e il coefficiente di riserva obbligatoria. Quest'ultimo è stato portato fino al 16,5 per cento nel maggio dell'anno in corso, dal 9,5 del gennaio 2007. L'eccesso di liquidità è stato alimentato dal forte accumulo di riserve valutarie con cui le autorità hanno in larga misura contrastato le pressioni all'apprezzamento del cambio, generate dal forte avanzo commerciale e dal cospicuo afflusso di investimenti diretti dall'estero (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*).

Nel primo trimestre del 2008 la crescita del PIL è scesa al 10,6 per cento, risentendo degli effetti sull'attività produttiva di condizioni climatiche avverse e dell'indebolimento delle esportazioni.

India. – Nel 2007 l'attività economica si è espansa a ritmi assai elevati per il quinto anno consecutivo, al 9,2 per cento, riflettendo la robusta dinamica della domanda interna. Il settore terziario ha continuato a fornire il maggior contributo alla crescita.

L'inflazione all'ingrosso, indice di riferimento della politica monetaria, che all'inizio del 2007 aveva raggiunto il picco del 6,5 per cento, a fronte di una soglia di tolleranza fissata attorno al 5 per cento, è gradualmente scesa nel corso dell'anno (al 3,6 per cento in dicembre), in seguito alle misure restrittive adottate dalle autorità monetarie. In un contesto di pieno utilizzo della capacità produttiva e di ampia liquidità alimentata dagli afflussi di capitali, il rincaro dei prezzi dei prodotti petroliferi e alimentari ha nuovamente sospinto l'inflazione all'inizio del 2008: l'aumento dei prezzi ha raggiunto il 7,3 per cento in aprile. Nello stesso mese la Banca centrale ha ulteriormente innalzato il coefficiente di riserva obbligatoria in due occasioni, per complessivi 75 punti base, portandolo all'8,25 per cento.

Grazie alla crescita sostenuta dell'attività economica le entrate fiscali hanno continuato ad aumentare, superando le previsioni iniziali del governo. I maggiori introiti sono stati, in parte, redistribuiti mediante sussidi pubblici per contenere gli effetti della crescita dei prezzi dei prodotti alimentari ed energetici.

La prolungata espansione dell'economia ha favorito un consistente afflusso di capitali anche nel 2007. Gli investimenti diretti dall'estero, che fino al 2005 erano rimasti assai modesti, nel 2007 sono saliti a 23 miliardi di dollari (3,1 per cento in rapporto al PIL). Nel complesso gli afflussi netti di capitale hanno più che compensato il disavanzo di parte corrente (pari all'1,8 per cento del PIL). Le conseguenti pressioni al rialzo della rupia sono state in parte contrastate dalle autorità attraverso un cospicuo accumulo di riserve valutarie.

Brasile. – L'economia brasiliana, che dal 2004 si è attestata su un sentiero di crescita più sostenuta, ha registrato un'ulteriore accelerazione nel 2007 (5,4 per cento), sospinta da consumi e investimenti.

L'espansione dei consumi delle famiglie, al 6,5 per cento, ha beneficiato dell'aumento dell'occupazione e delle retribuzioni (7 per cento); quella degli investimenti, al 13,4 per cento, ha riguardato in misura prevalente i settori maggiormente legati alle esportazioni (agroalimentare ed energia).

Nella seconda metà del 2007 si sono accentuate le pressioni inflazionistiche, soprattutto nel comparto dei beni alimentari; nel complesso dell'anno, tuttavia, l'aumento dei prezzi al consumo, al 3,6 per cento, si è mantenuto entro la fascia obiettivo della politica monetaria. Negli ultimi mesi del 2007 la Banca centrale ha interrotto la fase accomodante e nell'aprile di quest'anno, a seguito dell'accentuarsi delle pressioni inflazionistiche, ha innalzato il tasso di riferimento all'11,75 per cento. L'azione monetaria restrittiva è stata preceduta in marzo dall'introduzione di un'imposta sugli investimenti esteri in strumenti a reddito fisso a breve termine, allo scopo di scoraggiare gli afflussi di capitale che in parte riflettono posizioni speculative connesse con operazioni di *carry trade*.

Russia. – Nel 2007 il PIL è aumentato dell'8,1 per cento, il valore più elevato dell'ultimo quinquennio, sospinto dagli elevati introiti derivanti dalle esportazioni di prodotti energetici. I consumi delle famiglie sono aumentati del 13 per cento, sostenuti

dalla robusta dinamica dei salari (16 per cento in termini reali). Gli investimenti hanno accelerato al 21 per cento, trainati da quelli nel comparto energetico.

La crescita sostenuta della domanda interna, l'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e l'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari hanno innescato forti spinte inflazionistiche dalla metà del 2007; lo scorso aprile l'indice dei prezzi al consumo è salito al 14,3 per cento. La Banca centrale ha reso più restrittive le condizioni monetarie, innalzando in due occasioni il tasso di rifinanziamento, complessivamente di 50 punti base, al 10,5 per cento, e i coefficienti di riserva obbligatoria per complessivi 1,5 punti percentuali.

L'avanzo commerciale si è mantenuto assai elevato, a 132 miliardi di dollari, pari al 10,2 per cento del PIL. Le pressioni all'apprezzamento del cambio, accentuate dagli ampi afflussi netti di capitale (80 miliardi di dollari, di cui circa la metà nel comparto bancario) sono state in parte contrastate attraverso l'accumulo di riserve valutarie.