

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

Nella media del 2008 l'attività economica mondiale ha segnato una netta decelerazione, al 3,2 per cento dal 5,2 nel 2007. Il rallentamento ha riguardato sia le economie avanzate sia quelle dei paesi emergenti e in via di sviluppo; le prime sono cresciute appena dello 0,9 per cento (2,7 nel 2007), le seconde del 6,1 per cento (8,3 nel 2007).

L'evoluzione della congiuntura delle economie avanzate in corso d'anno presenta due fasi. Nella prima, protrattasi sino ad agosto, è prevalsa una condizione di debolezza riconducibile all'incertezza sulla gravità delle turbolenze finanziarie in atto e alla crisi del mercato immobiliare in alcuni paesi. Nella seconda, da settembre, le turbolenze sono precipitate in una vera crisi finanziaria e questa, generando un calo della ricchezza netta delle famiglie, una riduzione della disponibilità di credito e un peggioramento del clima di fiducia, si è trasmessa all'economia reale. Nel quarto trimestre tutte le economie avanzate hanno registrato forti cadute del prodotto.

Le autorità hanno reagito adottando, spesso in modo coordinato, misure di sostegno all'economia, oltre a quelle volte a ripristinare la solidità dei sistemi finanziari (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*). La Riserva federale americana, la Banca del Giappone e la Banca d'Inghilterra hanno rapidamente ridotto i tassi di riferimento su livelli prossimi allo zero; l'Eurosistema ha abbassato il tasso ufficiale fino all'1,0 per cento a inizio maggio 2009, il livello più basso mai raggiunto (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune nella sezione Andamenti macroeconomici, politiche di bilancio e politica monetaria nell'area dell'euro*). Per sostenere l'attività economica le banche centrali hanno anche adottato una serie di misure non convenzionali. I governi hanno varato imponenti piani di stimolo fiscale.

Anche le economie dei paesi emergenti, rimaste relativamente immuni dagli effetti della crisi finanziaria nella prima parte dell'anno, da settembre ne sono state investite. L'intensità e le modalità della trasmissione della crisi sono state tuttavia piuttosto differenziate tra le varie aree. Le economie dell'Europa centrale e orientale, tra cui alcuni paesi nuovi membri della Unione europea (UE), sono risultate assai vulnerabili alla brusca riduzione dei finanziamenti esteri, a causa degli ampi disavanzi di parte corrente. I paesi dell'Asia, particolarmente quelli specializzati nella produzione di manufatti destinati ai mercati dei paesi avanzati, hanno soprattutto risentito del calo della domanda estera. Quelli esportatori di materie prime, tra cui i paesi dell'America latina e la Russia, benché in condizioni economiche e finanziarie generalmente molto più solide rispetto all'inizio di questo decennio, hanno risentito del crollo dei prezzi dei prodotti di base.

Nelle quattro principali economie emergenti (Cina, India, Brasile e Russia), il cui peso sul prodotto mondiale, misurato alle parità dei poteri d'acquisto e ai cambi di mercato, è ormai pari al 22 e al 15 per cento, rispettivamente, la crescita del prodotto, ancora molto robusta nella prima metà del 2008, ha subito un netto ridimensionamen-

to nel quarto trimestre. Le autorità dei quattro paesi hanno adottato misure di bilancio a sostegno della domanda e del credito al settore privato, di importo assai cospicuo soprattutto in Cina e Russia in funzione della migliore situazione dei conti pubblici.

Nel complesso dei paesi appartenenti al G20, che rappresentano il 75 per cento circa del PIL mondiale misurato alle parità dei poteri di acquisto, le misure discrezionali adottate per sostenere l'economia si raggugliano a circa il 2,0 per cento del prodotto nel 2009, all'1,5 nel 2010.

L'economia statunitense

Nel 2008 il prodotto nell'economia statunitense è aumentato dell'1,1 per cento (2,0 nel 2007; tav. 2.1). La crescita si è concentrata nel primo semestre; la crisi finanziaria ha inciso sull'andamento del prodotto nella seconda parte dell'anno, determinando una stasi nel terzo trimestre e una forte caduta nel quarto (-6,3 per cento in ragione d'anno).

Tavola 2.1

VOCI	PIL, domanda e inflazione nei principali paesi industriali (variazioni percentuali)							
	2006	2007	2008	2008				2009
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.		1° trim.
Stati Uniti								
PIL (1)	2,8	2,0	1,1	0,9	2,8	-0,5	-6,3	-6,1
Domanda interna (1)	2,6	1,4	-0,3	0,1	-0,1	-1,5	-5,9	-7,8
Inflazione (2)	3,2	2,9	3,8	4,1	4,4	5,3	1,6	0,0
Giappone								
PIL (1)	2,0	2,3	-0,7	3,4	-3,5	-2,5	-14,4	-15,2
Domanda interna (1)	1,2	1,2	-0,9	3,3	-5,7	-2,3	-2,3	-9,8
Inflazione (2)	0,2	0,1	1,4	1,0	1,4	2,2	1,0	-0,1
Unione europea								
PIL (1)	3,1	2,9	0,9	2,2	-0,5	-1,2	-5,9	-9,6
Domanda interna (1)	3,1	3,0	0,9	1,6	-0,9	0,7	-4,1	....
Inflazione (2)	2,3	2,4	3,7	3,5	3,9	4,3	2,9	1,6
Regno Unito								
PIL (1)	2,8	3,0	0,7	1,2	-0,1	-2,8	-6,1	-7,3
Domanda interna (1)	2,6	3,5	0,6	0,4	-0,1	-3,1	-8,5	-7,6
Inflazione (2)	2,3	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9	3,0
Canada								
PIL (1)	3,1	2,7	0,5	-0,9	0,6	0,9	-3,4	....
Domanda interna (1) (3)	4,8	4,2	2,5	1,8	1,3	0,5	-4,9	....
Inflazione (2)	2,0	2,1	2,4	1,8	2,4	3,4	1,9	1,2
Economie avanzate								
PIL (4)	3,0	2,7	0,9	....	....	....	....	....
<i>Per memoria:</i>								
Prodotto mondiale (4)	5,1	5,2	3,2	....	....	....	....	....

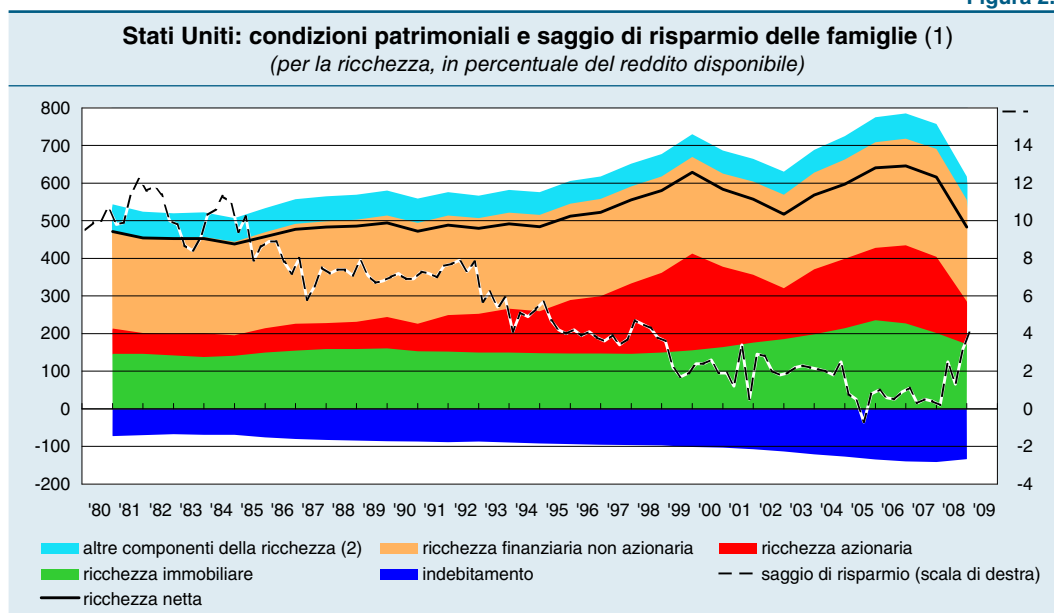
Fonte: Commissione europea, FMI e statistiche nazionali.
 (1) Quantità a prezzi concatenati; per i dati trimestrali variazioni sul periodo precedente espresse in ragione d'anno. – (2) Indice dei prezzi al consumo; per i dati trimestrali variazioni sul periodo corrispondente. – (3) Per il Canada, domanda finale interna. – (4) Media ponderata, con pesi del PIL alle parità dei poteri d'acquisto, dei tassi di crescita delle economie incluse nell'aggregato.

I consumi delle famiglie sono aumentati di appena lo 0,2 per cento (2,8 nel 2007). Già nel primo semestre avevano registrato una crescita molto contenuta, anche per

effetto dell'elevata incertezza che aveva spinto le famiglie a tesaurizzare gran parte dei temporanei sgravi fiscali erogati tra aprile e giugno. Nel secondo semestre hanno registrato una caduta, risentendo del calo della ricchezza netta, del deterioramento del mercato del lavoro e della minore disponibilità di credito.

Nel corso del 2008 il saggio di risparmio delle famiglie ha registrato un incremento di quasi 3 punti percentuali: dallo 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2007 al 3,2 nel corrispondente periodo del 2008 (fig. 2.1). L'aumento del saggio di risparmio appare principalmente riconducibile al forte ridimensionamento della ricchezza netta, scesa nello stesso periodo dal 615 al 480 per cento circa del reddito disponibile. La ricchezza azionaria e quella immobiliare lorda hanno contribuito rispettivamente per circa 90 e 30 punti percentuali alla riduzione della ricchezza netta; quella finanziaria non azionaria e altre, meno rilevanti, componenti vi hanno contribuito per circa 20 punti; il tasso di indebitamento si è ridotto di circa 7 punti. Qualora le famiglie decidessero di rafforzare la propria posizione patrimoniale anche a fronte del protrarsi, sia pure a un ritmo più contenuto, del calo dei prezzi delle abitazioni, l'aumento del saggio di risparmio potrebbe continuare nel 2009; secondo dati preliminari, nel primo trimestre esso ha raggiunto il 4,2 per cento. L'aggiustamento in corso appare coerente con i risultati di numerosi studi empirici condotti nell'ultimo decennio che hanno documentato una significativa influenza negativa della dinamica della ricchezza netta – principalmente di quella immobiliare – sulla propensione al risparmio.

Figura 2.1



Fonte: Riserva federale e Bureau of Economic Analysis.

(1) Per la ricchezza, dati annuali di fine periodo; per il saggio di risparmio, dati trimestrali (quello del 1° trimestre 2009 è preliminare). – (2) Le altre componenti della ricchezza includono i beni di consumo durevoli e la ricchezza immobiliare delle organizzazioni senza scopo di lucro.

Gli investimenti produttivi sono aumentati dell'1,6 per cento nella media dell'anno. Nel quarto trimestre sono tuttavia caduti del 21,7 per cento in ragione d'anno a seguito del netto deterioramento delle prospettive di crescita e della restrizione dell'offerta di credito. Le società non finanziarie hanno in parte sopperito alla riduzione della disponibilità di credito bancario attraverso un consistente ricorso all'emissione di obbligazioni; nel loro complesso, i flussi di finanziamento netti, pur restando positivi, sono fortemente diminuiti nel corso dell'anno.

La contrazione degli investimenti residenziali, avviata nel 2006, è proseguita a un ritmo molto elevato anche nel 2008 (-20,8 per cento), sottraendo circa un punto percentuale alla crescita del prodotto.

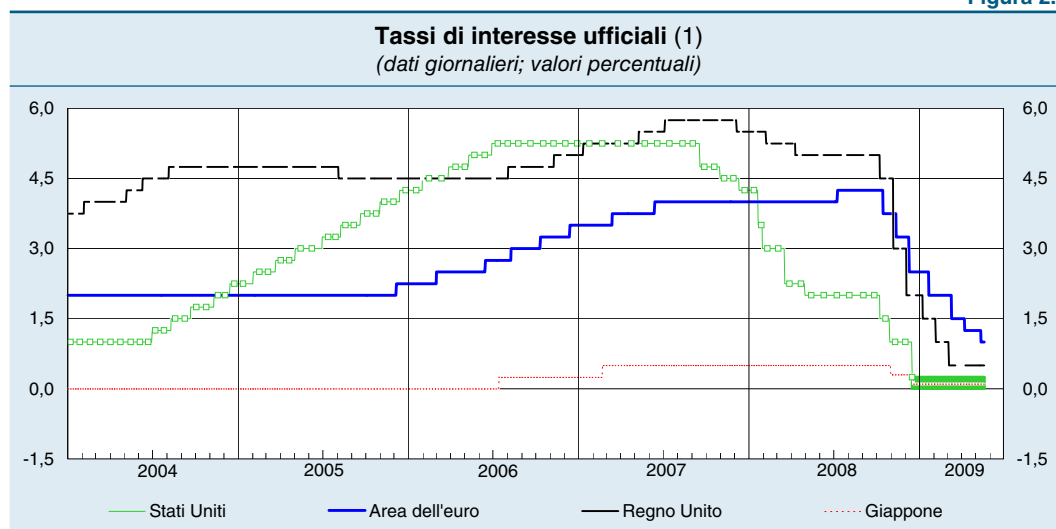
Nel corso del 2008 l'occupazione dipendente nel settore non agricolo ha registrato un calo complessivo di circa 3,1 milioni di unità; negli ultimi quattro mesi dell'anno la perdita di posti di lavoro è stata pari a poco meno di 2 milioni di unità. Il tasso di disoccupazione si è innalzato dal 4,9 per cento in gennaio al 7,2 in dicembre.

Secondo dati preliminari, nel primo trimestre del 2009 il ritmo di caduta del PIL è rimasto intenso (-6,1 per cento in ragione d'anno), risentendo anche della riduzione delle scorte. Il calo degli investimenti produttivi e di quelli residenziali si è nettamente accentuato. I consumi sono aumentati del 2,2 per cento, sostenuti dalla ripresa del reddito reale disponibile resa possibile dalla riduzione ciclica del prelievo fiscale e dal calo dei prezzi. Nei primi quattro mesi del 2009 il calo dell'occupazione è proseguito a un ritmo serrato, ragguagliandosi a circa 2,7 milioni di unità; il tasso di disoccupazione ha raggiunto in aprile l'8,9 per cento.

Nel corso del 2008 l'andamento dell'inflazione al consumo ha ampiamente riflesso quello dei prezzi delle materie prime, raggiungendo un picco del 5,6 per cento in luglio (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*), flettendo successivamente sino allo 0,1 per cento in dicembre e raggiungendo valori negativi nei primi mesi del 2009. Al netto dei prodotti energetici e alimentari l'inflazione ha registrato oscillazioni molto più contenute. Le aspettative di inflazione su un orizzonte decennale, rilevate dalla *Survey of Professional Forecasters* della Riserva federale di Filadelfia, sono rimaste invariate al 2,5 per cento.

La Riserva federale, che già nei primi quattro mesi del 2008 aveva abbassato il tasso di interesse sui federal funds dal 4,25 al 2,0 per cento, negli ultimi tre mesi dell'anno ha reagito all'aggravarsi della recessione riducendo rapidamente i tassi, sino a definire per essi, in dicembre, un intervallo di oscillazione compreso tra zero e 0,25 per cento (fig. 2.2). La Riserva federale prevede che l'evoluzione del quadro congiunturale motiverà il mantenimento dei tassi di politica monetaria su livelli estremamente bassi per un periodo prolungato; in risposta a tale valutazione, più volte ribadita nei comunicati ufficiali del Federal Open Market Committee, i mercati scontano attualmente tassi di interesse

Figura 2.2

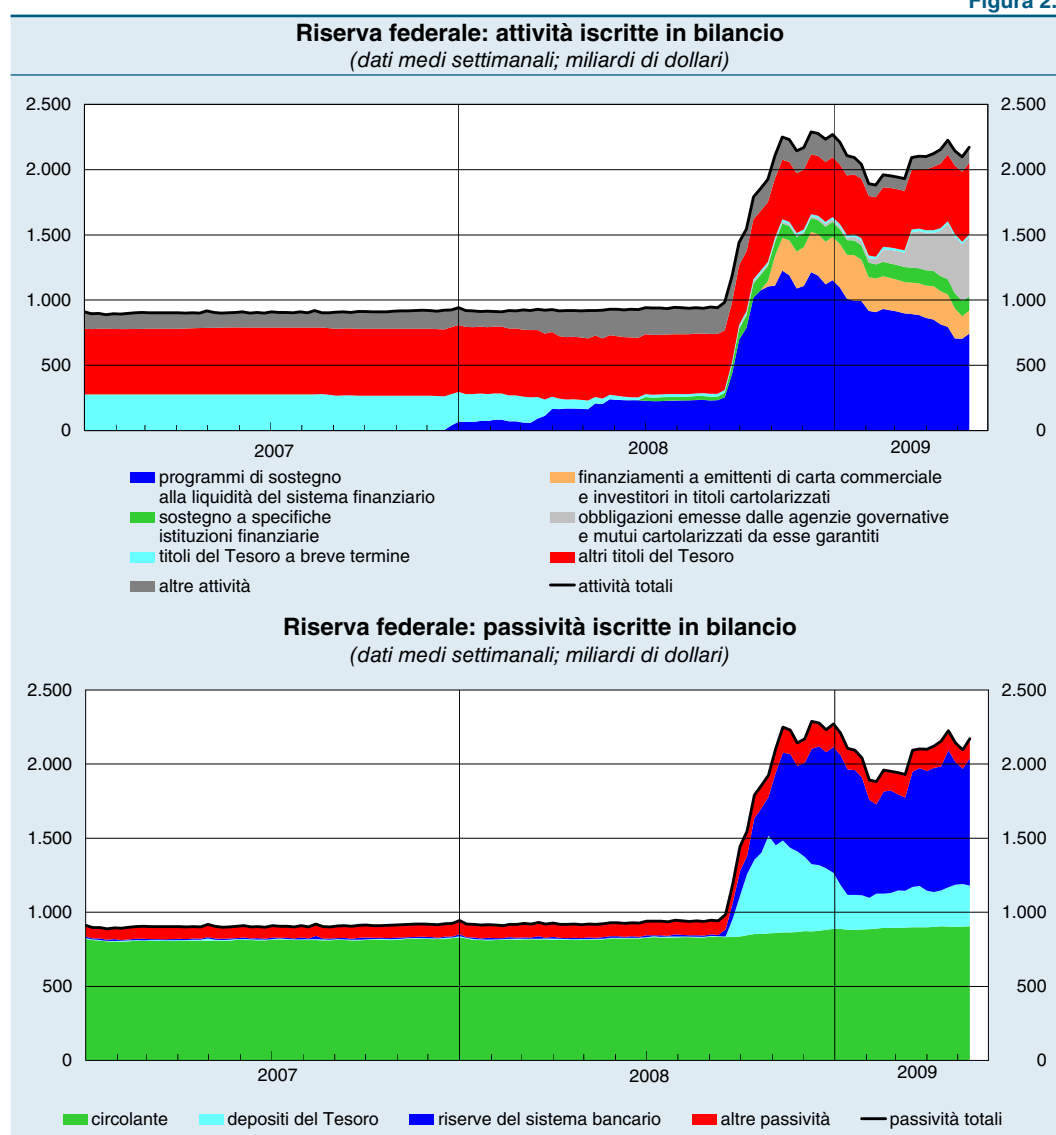


Fonte: BCE e statistiche nazionali.

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

invariati per tutto il 2009. Da dicembre 2008 la Banca centrale ha inoltre annunciato misure volte a influire più direttamente sui costi di finanziamento per famiglie e imprese. Tra queste misure, oltre agli acquisti di titoli derivanti dalla cartolarizzazione di mutui ipotecari (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*), rientrano gli acquisti di titoli del Tesoro a media e a lunga scadenza sino a 300 miliardi. Si stima che l'annuncio e la progressiva messa in atto di queste misure abbiano già contribuito a ridurre il costo dei mutui ipotecari trentennali per circa un punto percentuale. L'attuazione di queste misure – insieme all'attivazione dei programmi di sostegno alla liquidità – ha contribuito al forte ampliamento dell'attivo di bilancio della Riserva federale. A esso ha corrisposto, dal lato delle passività, un forte aumento delle riserve bancarie e, in misura minore, dei depositi del Tesoro (fig. 2.3).

Figura 2.3



Il 23 marzo dell'anno in corso la Riserva federale e il Tesoro statunitense, con un comunicato congiunto, hanno formalizzato l'impegno a far sì che i recenti straordinari

interventi della Banca centrale non mettano in pericolo il perseguimento degli obiettivi ultimi della politica monetaria (stabilità dei prezzi e piena occupazione). Si inseriscono in questo contesto l'introduzione nei mesi scorsi del Supplementary Financing Program – attraverso cui il Tesoro fornisce fondi alla Riserva federale – e la prevista istituzione, nei prossimi mesi, di nuovi strumenti che dovrebbero consentire alla Riserva federale, quando ciò si renderà opportuno, di sterilizzare agevolmente gli effetti dell'espansione delle proprie attività di bilancio sulla dinamica delle riserve bancarie.

Nell'esercizio finanziario 2008, conclusosi lo scorso settembre, il disavanzo del bilancio federale è salito al 3,2 per cento del PIL, dall'1,2 nel 2007. Le prospettive di bilancio per gli esercizi successivi sono nettamente peggiorate negli ultimi mesi, riflettendo gli effetti della recessione, l'intervento pubblico a sostegno del sistema finanziario e l'approvazione, nel febbraio 2009, di un ampio pacchetto di misure espansive (American Recovery and Reinvestment Act). Il Congressional Budget Office (CBO) stima che la decisione di porre in amministrazione controllata Fannie Mae e Freddie Mac e l'attuazione del Troubled Asset Relief Program (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*) contribuiranno ad ampliare il disavanzo federale nell'esercizio finanziario 2009 per oltre 600 miliardi di dollari (circa 4,5 punti percentuali di PIL). Le misure espansive previste dall'American Recovery and Reinvestment Act, che per circa due terzi consistono in un incremento dei sussidi di disoccupazione, delle spese per infrastrutture, risparmio energetico, trasporto pubblico, ricerca scientifica, settore medico sanitario, e dei trasferimenti agli Stati e alle amministrazioni locali, contribuirebbero ad ampliare il disavanzo federale per circa 185 miliardi di dollari nell'esercizio in corso e per circa 400 miliardi in quello successivo. Alla luce di tali valutazioni, e non tenendo conto delle più recenti proposte di bilancio dell'Amministrazione, il CBO prevede un disavanzo federale pari all'11,9 per cento del PIL nell'esercizio 2009 e al 7,9 in quello successivo.

Il debito federale collocato sul mercato, la cui dinamica negli ultimi mesi ha riflesso non solo l'evoluzione dei disavanzi ma anche il reperimento da parte del Tesoro delle risorse poi utilizzate per l'attuazione del Troubled Asset Relief Program e per fornire fondi alla Riserva federale, ha registrato tra settembre 2008 e aprile 2009 un incremento pari a circa 1.100 miliardi di dollari. Il CBO stima che esso salga da 5.803 miliardi (40,8 per cento del PIL) nel settembre 2008 a 8.658 miliardi (60,1 per cento) nel settembre 2010. Le passività finanziarie lorde dell'amministrazione pubblica, nel cui computo rientra anche il debito delle amministrazioni locali, secondo le più recenti valutazioni dell'OCSE e dell'FMI, raggiungerebbero alla fine del 2010 circa il 100 per cento del PIL, con un incremento di quasi 30 punti percentuali rispetto al 2008.

La crisi del mercato delle abitazioni. – La flessione dei prezzi delle case, iniziata nel 2006, è divenuta più intensa nel 2008. L'indice Case-Shiller riferito alle 10 principali aree metropolitane ha registrato nell'anno un calo prossimo al 20 per cento. Nei primi due mesi del 2009 non sono emersi segnali di attenuazione del ritmo di caduta dell'indice; in febbraio quest'ultimo risultava inferiore del 32 per cento circa rispetto al picco raggiunto nella prima metà del 2006. Le attuali quotazioni dei contratti futures sull'indice Case-Shiller indicano attese di riduzione dei prezzi lungo tutto il 2009. Alla 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, si era nettamente ridotta, indicando un significativo ridimensionamento della sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni.

Le attese di flessione dei prezzi degli immobili – insieme alla diminuzione della disponibilità di finanziamenti per gli acquisti – hanno contribuito a ridurre drasticamente nel corso del 2008 il volume delle transazioni relative alle nuove abitazioni. Il rapporto tra nuove abitazioni invendute e transazioni realizzate ha pertanto continuato a mantenersi su livelli storicamente elevati.

Con il calo dei prezzi degli immobili residenziali la quota di mutuatari il cui debito residuale eccede il valore dell'immobile si è accresciuta fino a circa il 20 per cento. Ciò rappresenta, insieme alla minore capacità di sostenere gli oneri del debito per le peggiorate prospettive di reddito, uno dei principali fattori alla base della crescente incidenza, nel corso del 2008, degli avvii di procedure esecutive (*foreclosures*) sui mutui in essere, prevalentemente nel segmento dei mutui concessi a fronte di limitate garanzie personali (*subprime*).

Nel febbraio 2009 il Tesoro statunitense, stimando in circa 6 milioni il numero di famiglie esposte al rischio di procedure esecutive, ha annunciato un piano di sostegno a quelle in difficoltà (Homeowner Affordability and Stability Plan). Il piano mira a ridurre per circa 7-9 milioni di mutuatari l'incidenza delle rate di ammortamento sul reddito disponibile. A tal fine si farà ricorso a due meccanismi. Da un lato, rendendo meno stringenti le condizioni di accesso al rifinanziamento presso Fannie Mae e Freddie Mac, il piano dovrebbe consentire a 4-5 milioni di mutuatari di rinegoziare i propri mutui ai tassi più bassi attualmente prevalenti. Dall'altro, predisponendo appropriati incentivi economici, il piano intende consentire a 3-4 milioni di mutuatari di raggiungere un accordo di rinegoziazione del debito con i creditori che si risolva in una riduzione dell'onere; qualora un accordo sia raggiunto tra le parti, il Tesoro interverrebbe facendosi carico di parte della rata di ammortamento residuale.

L'economia giapponese

Nel 2008 il prodotto ha registrato un calo dello 0,7 per cento. La contrazione dell'attività economica, avviatasi nel secondo trimestre, si è accentuata nel quarto, quando il PIL è diminuito a un ritmo, espresso in ragione d'anno, del 14,4 per cento, in gran parte per l'eccezionale caduta delle esportazioni (-47,1 per cento). Quest'ultima ha riflesso la forte flessione delle vendite all'estero di beni capitali, beni digitali e automobili, che rappresentano un'elevata quota delle esportazioni giapponesi.

Nel primo trimestre del 2009, secondo stime preliminari, l'attività economica ha continuato a cadere in misura assai marcata (-15,2 per cento in ragione d'anno), in conseguenza della flessione degli investimenti e del crollo delle esportazioni (-70,1 per cento).

L'occupazione è rimasta per gran parte del 2008 poco sensibile all'andamento dell'attività economica, registrando nella media dell'anno una flessione dello 0,4 per cento. Nei primi mesi del 2009 i riflessi della recessione sull'andamento dell'occupazione sono emersi più chiaramente; in marzo il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 4,8 per cento (4,3 nel dicembre 2008).

L'inflazione al consumo, risentendo del rialzo dei prezzi dei prodotti energetici, è aumentata sino al 2,3 per cento in luglio; successivamente è discesa rapidamente sino ad azzerarsi nei primi mesi del 2009 (-0,3 per cento in marzo). In risposta alla forte contrazione dell'attività economica e all'emergere di difficoltà di finanziamento per le imprese, la Banca del Giappone ha ridotto i tassi di politica monetaria in ottobre e in dicembre per

complessivi 40 punti base, dallo 0,5 allo 0,1 per cento. Ha inoltre adottato misure volte ad attenuare le difficoltà di finanziamento delle imprese, acquistando carta commerciale e obbligazioni emesse dalle imprese in operazioni di mercato aperto a titolo definitivo.

Nella seconda metà dell'anno, a fronte dell'aggravarsi della recessione, le autorità hanno annunciato misure di stimolo, comprendenti principalmente aumenti di spesa, per un ammontare pari a circa 2 punti percentuali di PIL. Nell'aprile 2009 lo stimolo fiscale è stato rafforzato con misure a sostegno dell'occupazione e con altre volte a sostenere il potenziale di crescita dell'economia per un ammontare pari a circa 3 punti percentuali di PIL.

L'economia della UE

Nel 2008 il ritmo di espansione nei paesi dell'Unione europea si è ridotto nettamente, allo 0,9 per cento (dal 2,9 nel 2007). Nell'area dell'euro, dove il prodotto ha iniziato a diminuire dal secondo trimestre, l'aumento sull'anno precedente è stato appena dello 0,8 per cento (cfr. il capitolo 5: *Gli andamenti macroeconomici nella sezione Andamenti macroeconomici, politiche di bilancio e politica monetaria nell'area dell'euro*).

Regno Unito. – Nel 2008 il prodotto è aumentato dello 0,7 per cento. La crescita si è concentrata nel primo trimestre; dal secondo l'attività ha cominciato a ridursi, risentendo della scarsa disponibilità di credito oltre che del calo della ricchezza netta. I prezzi delle abitazioni sono caduti del 16 per cento circa nel corso dell'anno. La crisi del mercato immobiliare ha indotto un forte calo degli investimenti residenziali, che ha sottratto circa 0,4 punti percentuali alla crescita; gli investimenti produttivi privati sono rimasti stazionari. Nel primo trimestre del 2009, secondo stime preliminari, l'attività economica è caduta in misura rilevante (-7,3 per cento in ragione d'anno). L'inflazione, che aveva raggiunto il 5,2 per cento in settembre, è diminuita successivamente fino al 2,3 nell'aprile 2009.

La Banca d'Inghilterra, che tra l'aprile e il settembre 2008 aveva mantenuto i tassi di riferimento al 5,0 per cento, li ha ridotti rapidamente sino allo 0,5 per cento nel marzo 2009. Al fine di rafforzare l'impulso della politica monetaria, la Banca d'Inghilterra ha anche annunciato nello stesso mese l'intenzione di acquistare carta commerciale, obbligazioni societarie e titoli del Tesoro a media e a lunga scadenza per un ammontare complessivo di 75 miliardi di sterline (pari al 5 per cento circa del PIL), ricorrendo per il finanziamento di tali operazioni alla creazione di base monetaria. In maggio la Banca d'Inghilterra ha elevato l'obiettivo di acquisto a 125 miliardi e definito un orizzonte trimestrale per il raggiungimento di tale obiettivo. A seguito dell'attuazione di tali misure e di quelle per fornire liquidità, la dimensione dell'attivo di bilancio della Banca d'Inghilterra risultava alla fine dell'aprile scorso più che raddoppiata rispetto alla metà di settembre 2008. Nell'esercizio finanziario 2008-09, conclusosi nel marzo dell'anno in corso, il fabbisogno del settore pubblico si è ampliato al 6,3 per cento del PIL (dal 2,4 nel 2007-08). Nella legge di bilancio presentata nell'aprile scorso, il Tesoro prevede un ampliamento del fabbisogno sino al 12,4 per cento del PIL nell'esercizio finanziario 2009-2010 (per circa 1,5 punti percentuali riconducibile all'adozione di misure discrezionali espansive), a cui seguirebbe una graduale diminuzione nei successivi quattro anni. Il profilo dei fabbisogni del settore pubblico previsti non incor-

pora le possibili perdite derivanti dagli interventi a sostegno del sistema finanziario che il Tesoro valuta comprese tra 1,5 e 3,5 punti percentuali di PIL.

Paesi nuovi membri della UE. – Nei nove paesi che nel 2008 non avevano ancora adottato l'euro la crescita del prodotto si è mantenuta complessivamente sostenuta, pari al 4,3 per cento, a fronte del 6,2 nel 2007 (tav. 2.2). Tuttavia, nell'ultimo trimestre dello scorso anno il netto calo della domanda proveniente dall'area dell'euro e il peggioramento delle condizioni finanziarie hanno indotto una brusca decelerazione del PIL, di intensità differenziata tra paesi.

Tavola 2.2

Principali indicatori macroeconomici dei paesi nuovi membri della UE che non fanno parte dell'area dell'euro (1) (variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)										
PAESI	PIL		Prezzi al consumo (2)		Saldo di conto corrente (3)		Debito estero (3) (4)	Saldo del bilancio pubblico (3)		Debito pubblico (3)
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2008	2007	2008	2008
Bulgaria	6,2	6,0	7,6	12,0	-22,5	-24,8	114,0	0,1	1,5	14,1
Estonia	6,3	-3,6	6,7	10,6	-18,3	-9,1	131,4	2,7	-3,0	4,8
Lettonia	10,0	-4,6	10,1	15,3	-22,5	-13,6	138,0	-0,4	-4,0	19,5
Lituania	8,9	3,0	5,8	11,1	-15,1	-12,2	76,2	-1,0	-3,2	15,6
Polonia	6,7	4,9	2,6	4,2	-5,1	-5,3	54,7	-1,9	-3,9	47,1
Repubblica Ceca	6,0	3,2	3,0	6,3	-1,5	-3,1	41,8	-0,6	-1,5	29,8
Romania	6,2	7,1	4,9	7,9	-13,5	-12,3	59,1	-2,5	-5,4	13,6
Slovacchia	10,4	6,4	1,9	3,9	-5,1	-6,8	59,8	-1,9	-2,2	27,6
Ungheria	1,2	0,6	7,9	6,0	-6,2	-8,4	157,9	-4,9	-3,4	73,0
<i>Per memoria:</i>										
Area dell'euro	2,7	0,8	2,1	3,3	0,4	-0,7	....	-0,6	-1,9	69,3

Fonte: elaborazioni su dati BCE, Commissione europea, Eurostat, Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub e statistiche nazionali.
(1) Viene inclusa anche la Slovacchia, che ha adottato l'euro dal 1° gennaio 2009. – (2) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (3) In rapporto al PIL. – (4) Lordo.

Le economie che avevano accumulato i più gravi squilibri macroeconomici e finanziari negli ultimi anni sono risultate più vulnerabili al deterioramento delle condizioni esterne. In Lettonia ed Estonia, paesi caratterizzati da ampi disavanzi di parte corrente della bilancia dei pagamenti e da un elevato debito estero, il PIL è diminuito rispettivamente del 4,6 e del 3,6 per cento nel 2008. In Ungheria, dove anche la situazione dei conti pubblici risultava squilibrata, la crescita del prodotto si è pressoché arrestata. Grazie a fondamentali più solidi, le economie di Repubblica Ceca, Polonia e Slovacchia (che dal 1° gennaio 2009 ha adottato l'euro) sono state relativamente meno colpite dalla crisi, registrando un aumento del PIL pari, rispettivamente, al 3,2, 4,9 e 6,4 per cento. In Romania e Bulgaria, dove la crescita economica nel 2008 è rimasta elevata (intorno al 6-7 per cento), gli effetti della crisi si sono manifestati con ritardo.

In questi paesi negli ultimi mesi del 2008 l'indebolimento della domanda interna e il calo delle quotazioni delle materie prime hanno contenuto la dinamica dei prezzi al consumo, che era stata elevata nella prima metà dell'anno. Nel complesso del 2008 l'inflazione è salita, portandosi in media all'8,6 per cento, dal 5,6 nel 2007.

Nei paesi della regione con regime di cambio flessibile (Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria) la politica monetaria, che aveva assunto un orientamento restrittivo nella prima metà del 2008 al fine di contrastare l'aumento dell'inflazione, ha successivamente dovuto bilanciare l'azione di sostegno all'attività economica con la necessità di contrastare il deprezzamento delle valute locali (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*).

In Slovacchia, nel maggio dello scorso anno la parità centrale della corona veniva rivalutata del 17,6 per cento nell'ambito degli Accordi europei di cambio, costituendo poi il tasso di conversione irrevocabile ai fini dell'adozione dell'euro; conseguentemente, le autorità monetarie di questo paese hanno manovrato i tassi d'interesse al fine di allinearli con quelli decisi dall'Eurosistema. Dall'agosto scorso i tassi di riferimento sono stati ripetutamente ridotti in Polonia e nella Repubblica Ceca, per 225 punti base in entrambi i paesi; in Romania sono invece rimasti pressoché invariati fino all'inizio del maggio 2009, quando sono stati abbassati di 50 punti base. In Ungheria, nel tentativo di contrastare il deprezzamento del fiorino, le autorità hanno deciso alla fine di ottobre un aumento di 300 punti base, solo in parte riassorbito nei mesi successivi.

Nei paesi con regime di cambio fisso sono stati effettuati interventi espansivi attraverso la riduzione dei coefficienti di riserva obbligatoria, per 300 punti base in Lettonia e 200 in Lituania.

Nel 2008 i conti pubblici sono peggiorati in tutti i paesi, con l'eccezione di Bulgaria e Ungheria. Le autorità non hanno in generale tratto vantaggio dalla forte espansione economica degli anni precedenti per migliorare in misura adeguata i conti pubblici, con un duplice effetto negativo: nel breve periodo, le possibilità di contenere gli effetti della crisi mediante misure di stimolo fiscale e di rafforzare il sistema finanziario risultano limitate; nel medio termine, i tempi dell'adesione all'area dell'euro sono divenuti più incerti.

Il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti si è attestato su livelli molto elevati nel 2008, prossimi o superiori al 10 per cento del PIL in Bulgaria, Romania, Lettonia, Lituania ed Estonia, nonostante in alcuni paesi la recessione abbia già indotto una diminuzione dello squilibrio.

Negli ultimi mesi le difficoltà a reperire fondi sui mercati internazionali per finanziare il passivo corrente e il debito estero in scadenza hanno spinto alcuni paesi a ricorrere all'assistenza finanziaria internazionale.

L'Ungheria e la Lettonia hanno ottenuto in ottobre e dicembre 2008 prestiti dalle istituzioni internazionali per 20 e 7,5 miliardi di euro, rispettivamente; la Romania ha ottenuto un prestito analogo, di importo pari a circa 20 miliardi, all'inizio di maggio. Le condizioni poste per la concessione dei fondi, tra cui misure di risanamento del bilancio pubblico e di moderazione della dinamica salariale, potrebbero contribuire a porre le basi per una crescita economica più sostenibile.

Nelle ultime settimane la Polonia si è rivolta al Fondo monetario internazionale (FMI) per ottenere una linea di credito precauzionale del valore di 20 miliardi di dollari circa, utilizzando il recente strumento introdotto dall'FMI a favore di paesi con solide condizioni di fondo e politiche virtuose (cfr. il capitolo 4: Le riforme del sistema finanziario internazionale).

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

Cina. – Nel 2008 la crescita è diminuita al 9 per cento, il tasso più basso dal 2001 (tav. 2.3). Nei primi tre trimestri la decelerazione dell'attività economica è stata guidata dalle misure restrittive adottate dalle autorità per ridimensionare la dinamica degli investimenti, in particolare nei comparti dell'industria pesante, delle costruzioni e dei servizi immobiliari, caratterizzati da un'espansione superiore alla media. Nel quarto trimestre, l'impatto della crisi globale è sopraggiunto in misura più forte del previsto, principalmente attraverso il brusco rallentamento delle esportazioni, mentre le ripercussioni sul sistema finanziario, ancora relativamente poco integrato con l'estero, sono state molto contenute.

Il principale contributo alla crescita dell'economia cinese è continuato a provenire dagli investimenti (4,1 per cento). Quello delle esportazioni nette è sceso allo 0,8 per cento, a fronte del 2,6 nel 2007.

Tavola 2.3

Principali indicatori macroeconomici di Cina, India, Brasile e Russia (variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)								
PAESI	PIL		Prezzi al consumo		Saldo di conto corrente (1)		Saldo di bilancio (1) (2)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Cina	13,0	9,0	4,8	5,9	10,9	9,8	0,9	-0,3
India	9,3	7,2	6,4	8,3	-1,0	-3,1	-5,2	-8,4
Brasile	5,7	5,1	3,6	5,7	0,1	-1,8	-2,2	-1,5
Russia	8,1	5,6	9,0	14,1	5,9	6,2	6,8	4,3

Fonte: FMI e statistiche nazionali.
(1) In rapporto al PIL. – (2) Amministrazioni pubbliche.

Nel quarto trimestre, nel contesto di peggiorate prospettive della domanda estera e diminuita profittabilità delle imprese, l'accumulazione di capitale è rallentata, in particolare nei settori dei servizi immobiliari, delle attività manifatturiere a basso valore aggiunto (tessile e abbigliamento) e dell'industria pesante; l'impatto negativo sulla crescita dovuto al rallentamento delle esportazioni è stato parzialmente compensato dal declino delle importazioni, soprattutto di prodotti intermedi.

Nel 2008 il contributo alla crescita dei consumi privati e pubblici è diminuito al 4,1 per cento, dal 5,3 nel 2007; la spesa delle famiglie ha registrato una sostanziale tenuta anche nell'ultima parte dell'anno, nonostante il deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Nel quarto trimestre, infatti, i salari nominali nelle aree urbane hanno decelerato e nei primi mesi del 2009 l'incidenza della disoccupazione è aumentata, sia quella rilevata ufficialmente sia quella ascrivibile ai migranti non registrati provenienti dalle aree rurali.

L'inflazione al consumo, dopo aver raggiunto un picco dell'8,7 per cento nel febbraio del 2008, è diminuita rapidamente in seguito dapprima alla decelerazione del costo dei prodotti alimentari ed energetici e successivamente al generalizzato rallentamento della domanda, portandosi dal febbraio dell'anno in corso su valori leggermente negativi.

A partire dallo scorso settembre l'intonazione della politica monetaria è decisamente mutata in senso espansivo. La Banca centrale, che nei primi otto mesi dell'anno aveva aumentato il coefficiente di riserva obbligatoria fino al 17,5 per cento, lo ha successivamente ridotto al 15; tra settembre e dicembre il tasso di interesse di riferimento sui prestiti bancari, è stato portato dal 7,47 al 5,31 per cento. In seguito a queste misure, e alla sospensione dei vincoli quantitativi sugli impieghi a specifici settori, il credito bancario ha accelerato nettamente, al tasso del 30 per cento sui dodici mesi nel marzo dell'anno in corso, dal 15 per cento in settembre.

Lo scorso novembre il Consiglio di Stato ha annunciato un ingente programma di interventi a sostegno dell'economia, per un ammontare pari a 4.000 miliardi di yuan (circa 580 miliardi di dollari) da realizzarsi nel triennio 2008-2010. Solo una parte del piano dovrebbe essere finanziata dal governo centrale (173 miliardi di dollari), mentre la restante quota graverebbe sulle amministrazioni locali e sulle principali banche. Secondo stime dell'FMI, la dimensione effettiva della nuova spesa prevista dal piano è pari a circa 315 miliardi di dollari, distribuita nel triennio in misura pari allo 0,4 per cento del PIL nel 2008, 3,2 nel 2009 e 2,7 nel 2010.

Il piano di stimolo privilegia la spesa in grandi infrastrutture pubbliche, soprattutto strade, ferrovie e aeroporti (38 per cento del programma complessivo), progetti di edilizia popolare e di ricostruzione delle aree colpite dal terremoto del maggio 2008 (35 per cento) e altre opere pubbliche (10 per cento). La forte espansione del credito bancario nel primo trimestre del 2009 e la netta accelerazione della spesa per investimenti nei settori del trasporto e delle costruzioni sembrano indicare una rapida attuazione del piano. A marzo, il governo centrale aveva stanziato fondi per 34 miliardi di dollari a questo scopo; inoltre, alle amministrazioni locali è stata data la possibilità di indebitarsi attraverso il Ministero delle finanze per circa 30 miliardi nel 2009; sono stati anche previsti maggiori trasferimenti dal governo centrale per circa 87 miliardi.

Le autorità hanno inoltre annunciato maggiori stanziamenti per lo sviluppo dei servizi pubblici e dei programmi assistenziali a favore della fascia di popolazione più vulnerabile, inclusa quella delle aree rurali più povere. Le riforme nel campo dei servizi sociali sono volte altresì a favorire l'incremento dei consumi privati.

All'inizio del 2009 è stato varato un piano di riforma del sistema sanitario (120 miliardi di dollari nel triennio 2009-2011) che mira a estendere l'accesso ai servizi medico-sanitari di base alla maggior parte (90 per cento) della popolazione. Altre misure di sicurezza sociale, le cui modalità non sono tuttavia ancora state definite, dovrebbero fornire assistenza in caso di disoccupazione, infortunio sul lavoro e nascita di figli.

Nel primo trimestre del 2009 l'aumento del PIL è stato del 6,1 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente; in aprile la produzione industriale è aumentata del 7,3 per cento sui dodici mesi e l'accumulazione di capitale ha accelerato, in particolare nei settori che più hanno beneficiato dell'intervento pubblico; è proseguita, invece, la contrazione delle esportazioni.

India. – Nel 2008 l'economia è cresciuta del 7,2 per cento, un ritmo inferiore a quello registrato nel precedente triennio (oltre il 9 per cento in media). Nel quarto trimestre il prodotto ha nettamente decelerato, al 5,3 per cento rispetto allo stesso periodo del 2007, riflettendo il brusco rallentamento degli investimenti e il calo delle esportazioni. La trasmissione della crisi è stata in parte attenuata dal grado ancora relativamente basso di integrazione internazionale del paese.

L'inflazione, che in agosto aveva raggiunto valori elevati (il 12,8 per cento sui dodici mesi, sulla base dei prezzi alla produzione), è successivamente diminuita, consentendo alla Banca centrale di abbassare da settembre il tasso sulle operazioni di rifinanziamento e il coefficiente di riserva obbligatoria, rispettivamente di 2,5 e 3,5 punti percentuali.

Nel 2008 il sentiero di consolidamento delle finanze pubbliche avviato nel 2004 si è interrotto, in conseguenza dell'aumento della spesa corrente nella prima parte dell'anno riconducibile in parte all'aumento dei sussidi per l'acquisto di prodotti agricoli ed energetici. Nello scorcio dell'anno e nel gennaio di quello in corso il governo ha annunciato alcune misure di sostegno all'economia, incentrate su una riduzione dell'imposizione indiretta e un aumento della spesa per le infrastrutture; l'impatto di tali misure sul saldo di bilancio dell'anno fiscale terminato a marzo 2009 sarebbe quantificabile in circa lo 0,6 per cento del PIL.

Brasile. – Nel 2008 la crescita è rimasta sostenuta (5,1 per cento), anche se leggermente inferiore a quella del 2007. Il traino è provenuto dalla domanda interna, sia per consumi (5,4 per cento), che hanno beneficiato delle condizioni eccezionalmente favorevoli del mercato del lavoro, sia per investimenti, che sono aumentati al tasso più elevato (13,7 per cento) da oltre un decennio.

Nel quarto trimestre, il peggioramento delle ragioni di scambio, indotto dal calo dei prezzi dei prodotti agricoli e dei metalli di cui il paese è esportatore netto, e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento per imprese e famiglie, connesso al brusco deflusso di capitali esteri, hanno determinato un netto indebolimento della congiuntura. Il prodotto è diminuito del 3,6 per cento rispetto al periodo precedente, riflettendo soprattutto la caduta degli investimenti.

Le pressioni inflazionistiche, che erano aumentate nella prima parte del 2008, si sono progressivamente attenuate, consentendo alla Banca centrale, che persegue un obiettivo esplicito di inflazione, di interrompere in ottobre l'azione di restrizione avviata in primavera. Nel gennaio del 2009, per la prima volta da quasi due anni, le autorità hanno deciso una riduzione del tasso ufficiale, seguita da due ulteriori tagli in marzo e in aprile, che ne hanno portato il livello al 10,25 per cento, dal 13,75 della fine di ottobre.

Negli ultimi mesi il governo ha varato misure di sostegno alla domanda, comprensive di agevolazioni fiscali a famiglie e imprese e di un largo prestito a tassi agevolati per realizzare investimenti nel settore energetico, dando inoltre impulso al piano di sviluppo infrastrutturale deciso nel 2007. L'FMI stima che le nuove misure avranno un impatto sul bilancio pari allo 0,7 per cento del PIL nel biennio 2009-2010.

Russia. – Nel 2008 l'economia è cresciuta del 5,6 per cento, il ritmo più basso dal 2002. L'espansione del PIL è rimasta sostenuta nei primi tre trimestri; nel quarto la caduta dei prezzi delle materie prime e i cospicui deflussi di capitale bancario hanno provocato una flessione dell'attività economica.

L'inflazione, che nella prima parte del 2008 era stata sospinta dalla forte dinamica della domanda e dal rincaro dei prodotti alimentari, ha continuato a collocarsi su valori elevati, intorno al 14 per cento.

La Banca centrale ha innalzato il tasso di interesse di riferimento dal 10 al 13 per cento; la sua azione è divenuta più decisa da novembre, per contrastare cospicui deflussi di capitale all'estero; nel contempo i coefficienti di riserva obbligatoria sono stati ridotti in prossimità dello zero per fornire liquidità al sistema bancario. Da settembre le autorità hanno risposto alle forti pressioni al ribasso sul rublo intervenendo sul mercato dei cambi e adottando una strategia di graduale svalutazione.

L'avanzo di parte corrente ha continuato ad attestarsi su valori elevati, intorno al 6 per cento del PIL, riflettendo l'aumento del prezzo del petrolio nella prima parte dell'anno; nel quarto trimestre, tuttavia, il surplus si è dimezzato in seguito al crollo dei ricavi da esportazioni energetiche. Le ripercussioni sui conti pubblici sono rilevanti: il saldo di bilancio, in avanzo del 4,3 per cento del PIL nel 2008, dovrebbe registrare un forte deficit nel 2009.

Nel 2008 il governo è intervenuto con ingenti misure a sostegno del sistema finanziario e del credito al settore privato, valutabili intorno al 7 per cento del PIL. Per aumentare la liquidità del sistema bancario, sono stati depositati fondi pubblici presso le banche e sono stati erogati prestiti subordinati attraverso la principale banca statale di sviluppo; attraverso quest'ultima, parte delle riserve ufficiali è stata resa disponibile per rifinanziare il debito in valuta del settore privato. Per il 2009 sono state annunciate misure di stimolo che comprendono riduzioni di imposte sulle imprese e spese addizionali per un importo complessivo pari a circa il 4 per cento del PIL.