

# L'ECONOMIA INTERNAZIONALE



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

Nel 2009 il prodotto mondiale si è contratto dello 0,6 per cento: al netto calo nelle economie avanzate (-3,2 per cento) si è contrapposta un'espansione, seppure modesta nel confronto con gli anni precedenti la crisi, in quelle emergenti e in via di sviluppo (2,4 per cento). Il peso di queste economie sul PIL mondiale, valutato alle parità dei poteri d'acquisto, sfiora ormai il 50 per cento, circa 10 punti percentuali in più che nel 2000.

Nei primi mesi del 2010 le informazioni disponibili tratteggiano un quadro congiunturale caratterizzato da una notevole eterogeneità tra gli andamenti nei vari paesi. La robusta crescita nelle economie emergenti, in Asia a ritmi perfino superiori a quelli osservati prima della recessione, contrasta con uno sviluppo più contenuto negli Stati Uniti e in Giappone e una ripresa stentata nel Regno Unito e nell'area dell'euro. Secondo le previsioni delle istituzioni internazionali, questa situazione si manterrebbe nei restanti mesi dell'anno. Mentre nei paesi emergenti i rischi riguardano soprattutto il riaffiorare di tensioni nei prezzi dei beni e delle attività finanziarie e reali, in quelli avanzati preoccupano maggiormente il persistere di elevati tassi di disoccupazione e la crescita del debito pubblico.

La recessione ha investito la quasi totalità dei paesi avanzati. Dopo un primo semestre in cui l'attività economica è caduta, nella seconda metà dell'anno essa ha ripreso a espandersi, beneficiando dell'azione di sostegno svolta dalle politiche monetarie e di bilancio e della graduale distensione delle condizioni sui mercati finanziari, cui hanno concorso gli interventi delle autorità in favore dei segmenti e intermediari più colpiti dalla crisi (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*).

I paesi emergenti e in via di sviluppo hanno reagito alla crisi in maniera differenziata. In quelli dell'Europa centrale e orientale, tra cui i nuovi membri dell'Unione europea (UE) non appartenenti all'area dell'euro, l'attività economica ha seguito un'evoluzione simile a quella dei paesi avanzati, con una contrazione nella prima metà dell'anno e una successiva ripresa, ancorché a ritmi moderati.

Nei paesi emergenti dell'Asia, in particolare Cina e India, colpiti dalla crisi per effetto soprattutto della riduzione della domanda estera, la ripresa ha anticipato quella nel resto del mondo. Già nella primavera del 2009 il ritmo di crescita del PIL si è riportato su valori elevati, grazie soprattutto agli ingenti piani di stimolo fiscale e all'allentamento delle condizioni monetarie.

Mentre in Brasile, caratterizzato da un sistema finanziario più solido e da un settore produttivo diversificato, la domanda interna ha tenuto e la contrazione del prodotto è stata di breve durata, in Russia l'attività economica è crollata a causa dell'elevato peso del settore energetico e del rarefarsi dei finanziamenti esteri.

Nel 2009 e nei primi mesi di quest'anno le politiche monetarie dei paesi avanzati hanno mantenuto un orientamento fortemente espansivo; i tassi di riferimento sono rimasti invariati su livelli molto bassi. La Riserva federale, la Banca d'Inghilterra e, più recentemente, la Banca del Giappone hanno introdotto misure non convenzionali miranti a mantenere su livelli contenuti i tassi a lungo termine. Nei paesi emergenti e in via di sviluppo, invece, dove i ritmi di espansione dell'attività economica sono tornati prossimi o superiori al potenziale, come in Cina, India e Brasile, nei primi mesi del 2010 l'intonazione della politica monetaria è divenuta meno accomodante.

Le politiche fiscali hanno fornito un forte impulso alla crescita nel 2009 e continuano a farlo anche in questi primi mesi del 2010. Nel complesso dei paesi del G20 le misure discrezionali adottate per fronteggiare la crisi si ragguagliano a circa 2,0 punti percentuali di PIL nel 2009, a 1,9 nel 2010, secondo le più recenti stime del Fondo monetario internazionale (FMI). Nelle economie avanzate i disavanzi pubblici si sono fortemente ampliati, riflettendo, oltre all'azione discrezionale anticiclica, l'operare degli stabilizzatori automatici e un deterioramento dei saldi di bilancio strutturali (cfr. il riquadro: *La situazione delle finanze pubbliche nei paesi avanzati*, in *Bollettino economico* n. 60, 2010). Il brusco peggioramento delle finanze pubbliche alimenta l'incertezza circa la loro sostenibilità, come attestano le tensioni sui mercati dei titoli manifestatesi in alcuni paesi dell'area dell'euro nei primi mesi del 2010 (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio*). Per contrastare tali rischi, in diversi paesi si sono definite strategie di rientro che tendono a realizzare una correzione dei saldi di bilancio primario aggiustati per il ciclo a partire dal 2011. Secondo le stime dell'FMI, la correzione riguarderà soprattutto le economie avanzate, per circa 3,5 punti percentuali del PIL potenziale tra il 2010 e il 2015.

Il sostegno della politica fiscale è stato rilevante anche nelle economie emergenti, particolarmente in Cina; tuttavia il peggioramento dei conti pubblici non è apparso preoccupante, sia per le condizioni di bilancio più solide rispetto al passato, sia per il rapido ritorno a ritmi di crescita elevati.

### *L'economia statunitense*

Nel 2009 il prodotto si è contratto negli Stati Uniti del 2,4 per cento, il risultato peggiore degli ultimi sessanta anni (tav. 1.1). Il calo dell'attività si è concentrato nel primo semestre, riflettendo principalmente una forte flessione degli investimenti produttivi, delle esportazioni e delle scorte. Nei mesi successivi, l'attività economica ha ripreso a crescere, favorita dal ciclo delle scorte nonché dal recupero degli investimenti in macchinari e software.

Nel corso del 2009 i consumi delle famiglie sono cresciuti a un ritmo moderato, recuperando solo parte della forte caduta registrata nella seconda metà dell'anno precedente. Si è interrotta la tendenza all'aumento del saggio di risparmio che aveva caratterizzato il 2008. Vi avrebbe contribuito il basso livello dei tassi di interesse, il cui impatto avrebbe più che bilanciato quello derivante dalla restrizione dell'offerta di credito al consumo e dal limitato recupero della ricchezza netta delle famiglie. Quest'ultima, misurata in rapporto al reddito disponibile, è aumentata nell'anno di

15 punti percentuali – principalmente grazie al recupero delle quotazioni azionarie – dopo la forte caduta (pari a circa 130 punti) nel 2008.

Tavola 1.1

PIL, domanda e inflazione nei principali paesi industriali (variazioni percentuali)								
VOCI	2007	2008	2009	2009				2010
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
<b>Stati Uniti</b>								
PIL (1)	2,1	0,4	-2,4	-6,4	-0,7	2,2	5,6	3,2
Domanda Interna (1)	1,4	-0,7	-3,4	-8,6	-2,3	3,0	5,2	3,8
Inflazione (2)	2,9	3,8	-0,4	..	-1,2	-1,6	1,4	2,4
<b>Giappone</b>								
PIL (1)	2,4	-1,2	-5,2	-15,9	7,4	0,5	4,2	4,9
Domanda Interna (1)	1,3	-1,3	-4,0	-13,2	-0,2	-1,0	1,7	2,3
Inflazione (2)	0,1	1,4	-1,4	-0,1	-1,0	-2,2	-2,0	-1,2
<b>Unione Europea</b>								
PIL (1)	2,9	0,7	-4,2	-9,4	-1,0	1,1	0,4	0,7
Domanda Interna (1)	2,9	0,7	-4,0	-9,7	-3,2	1,5	-0,1	....
Inflazione (2)	2,4	3,7	1,0	1,6	0,9	0,4	1,0	1,7
<b>Regno Unito</b>								
PIL (1)	2,6	0,5	-4,9	-10,0	-2,7	-1,1	1,8	0,8
Domanda Interna (1)	3,0	0,1	-5,3	-9,3	-3,9	-0,3	3,1	....
Inflazione (2)	2,3	3,6	2,2	3,0	2,1	1,5	2,1	3,3
<b>Canada</b>								
PIL (1)	2,5	0,4	-2,6	-7,0	-3,5	0,9	5,0	....
Domanda Interna (1) (3)	4,1	2,6	-1,7	-7,4	0,3	5,6	4,6	....
Inflazione (2)	2,1	2,4	0,3	1,2	0,1	-0,9	0,8	1,6
<b>Economie avanzate</b>								
PIL (4)	2,8	0,5	-3,2	....	....	....	....	....
<i>Per memoria:</i>								
PIL mondiale (4)	5,2	3,0	-0,6	....	....	....	....	....

Fonte: BCE, 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.

Gli investimenti produttivi privati sono diminuiti di quasi il 18 per cento. Sulla loro dinamica ha verosimilmente inciso la restrizione dell'offerta di credito bancario protrattasi per tutto il 2009. La restrizione ha condizionato in misura maggiore le scelte di investimento delle piccole imprese che, a differenza di quelle medio-grandi, non sono state in grado di far ricorso al mercato dei capitali.

Gli investimenti residenziali si sono ridotti di oltre un quinto nella media del 2009, ma nel secondo semestre sono tornati a crescere, dopo oltre tre anni di contrazione.

L'occupazione dipendente nel settore non agricolo ha segnato nel corso del 2009 un calo di oltre 4,7 milioni di unità; parallelamente, il tasso di disoccupazione è giunto a fine anno al 10,0 per cento (dal 7,4 di un anno prima). L'aumento della disoccupazione ha inciso maggiormente sulle fasce di popolazione in età da lavoro con un più

basso livello di istruzione. I disoccupati di lungo periodo – senza un lavoro da almeno 27 settimane – hanno raggiunto il 40 per cento del totale, circa 20 punti percentuali in più rispetto a un anno prima.

*L'occupazione dipendente nelle imprese private non agricole ha registrato un calo straordinariamente elevato, pari a circa il 7 per cento, tra il quarto trimestre 2007 (data di avvio della recessione) e il quarto trimestre 2009. Le ore lavorate nello stesso settore sono diminuite del 10 per cento circa. Dal raffronto con le tre più recenti fasi recessive, la forte caduta appare riconducibile, oltretutto a un più rapido aggiustamento della domanda di lavoro, al carattere particolarmente intenso e prolungato della recessione. Peraltro, nell'attuale contesto l'elevato calo dell'occupazione in particolari comparti, come quello delle costruzioni, potrebbe preludere a un rilevante processo di riallocazione settoriale, che comporterebbe un ritmo più lento di riassorbimento dei disoccupati.*

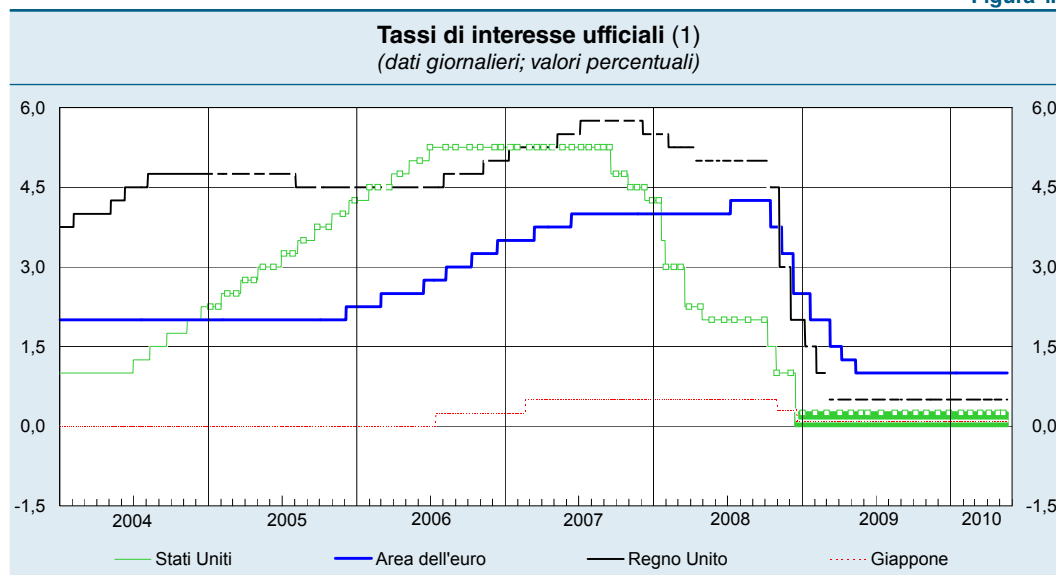
Secondo dati preliminari, nel primo trimestre 2010 il PIL è aumentato del 3,2 per cento in ragione d'anno, continuando a beneficiare del contributo delle scorte e della ripresa degli investimenti in macchinari e software. I consumi privati hanno accelerato, crescendo del 3,6 per cento; il saggio di risparmio è sceso al 3,1 per cento (dal 3,9 nel quarto trimestre 2009). Nei primi quattro mesi del 2010 l'occupazione dipendente nel settore non agricolo ha mostrato un netto miglioramento, con un incremento di circa 570.000 unità rispetto alla fine del 2009.

Il tasso di inflazione, misurato al netto dei prodotti energetici e alimentari, è diminuito dall'1,7 per cento nel gennaio 2009 allo 0,9 nell'aprile scorso. Vi ha contribuito la componente relativa al costo delle abitazioni, la cui variazione sui dodici mesi si è portata, nello stesso periodo, da +1,8 a -0,7 per cento. La disinflazione è stata favorita dal calo del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore delle imprese non agricole, ridottosi del 5 per cento tra il quarto trimestre 2008 e il primo trimestre 2010, grazie al forte aumento della produttività del lavoro e alla contemporanea debole dinamica delle retribuzioni.

La Riserva federale ha mantenuto invariato per tutto il 2009 e per i primi mesi del 2010 il tasso sui federal funds in un intervallo compreso tra zero e 0,25 per cento (fig. 1.1); ha, inoltre, teso a stabilizzare le aspettative sui tassi ribadendo, in occasione di ogni riunione del Federal Open Market Committee, l'intento di mantenerli su livelli estremamente bassi per un periodo prolungato. Alla fine della seconda decade di maggio i mercati scontavano tassi di politica monetaria sostanzialmente invariati sino al termine del 2010. La Riserva federale ha, inoltre, ridefinito nel corso del 2009 le misure non convenzionali adottate per contrastare la crisi finanziaria (fig. 1.2). Con il ritorno alla normalità dei mercati interbancario e monetario, è stato progressivamente ridotto il supporto offerto a tali mercati attraverso i programmi di sostegno alla liquidità e i finanziamenti diretti agli emittenti di carta commerciale. Perseguendo un obiettivo di riduzione dei tassi a lungo termine sui mutui ipotecari, la Banca centrale statunitense ha acquistato a titolo definitivo, tra il settembre 2008 e il marzo di quest'anno, obbligazioni emesse dalle agenzie governative specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari e *mortgage-backed securities* (titoli derivanti dalla cartolarizzazione di mutui ipotecari) da esse garantite per ammontari complessivi pari, rispettivamente, a 175 e 1.250 miliardi di dollari. Ha, inoltre, acquistato titoli del Tesoro a medio-lungo termine per 300 miliardi di dollari. Agli inizi di maggio, in risposta al riemergere in Europa di tensioni sui finanziamenti a breve termine

in dollari, la Riserva federale ha reintrodotta linee di swap in dollari con la Banca centrale europea, la Banca d'Inghilterra e la Banca centrale svizzera.

Figura 1.1

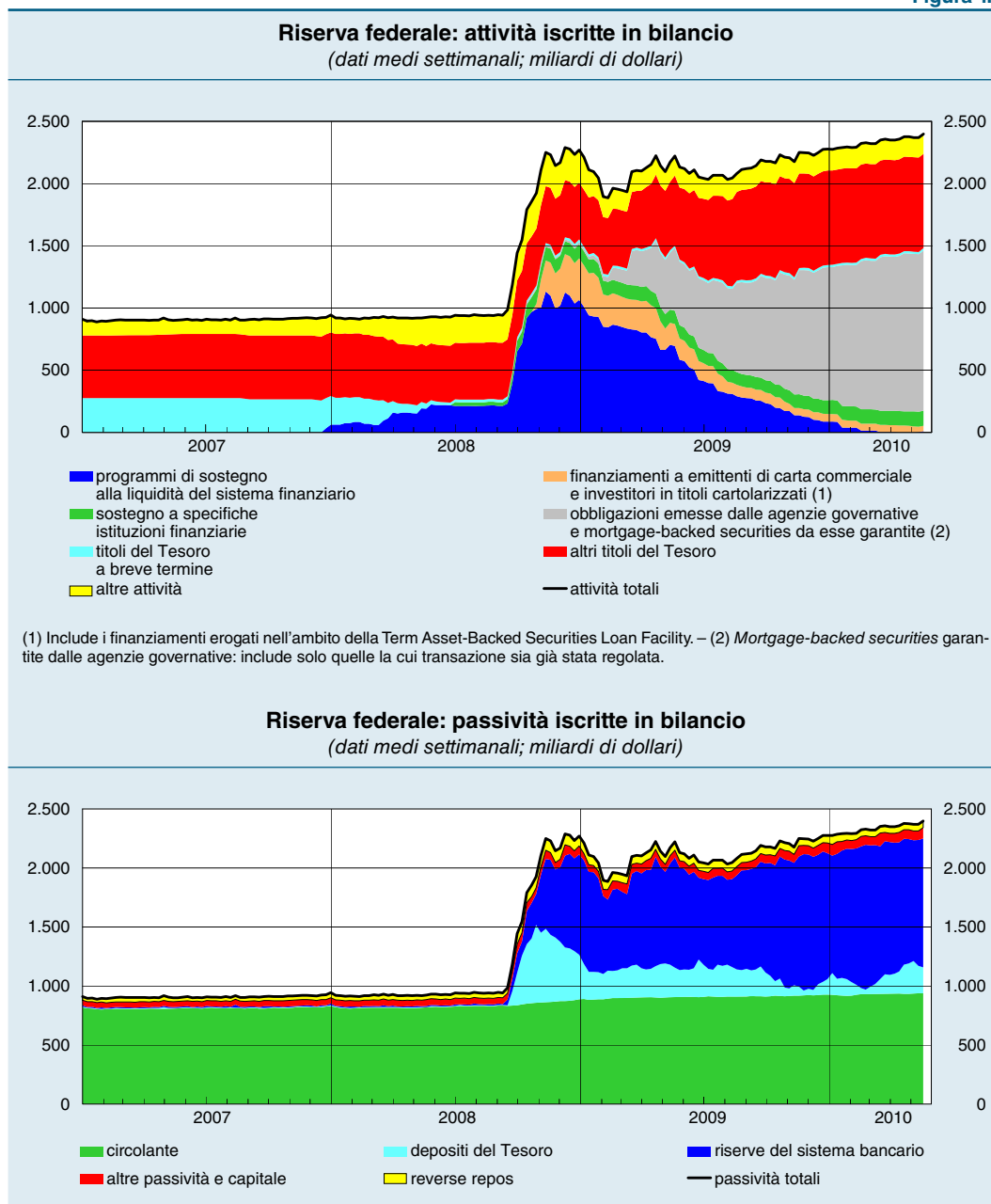


Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(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.

La Riserva federale, condizionata dall'elevata presenza nel proprio portafoglio di titoli a lunga scadenza, una cui rapida dismissione potrebbe avere effetti indesiderati sul costo dei mutui, ha delineato nel febbraio scorso una strategia (exit strategy) orientata a perseguire un obiettivo di stabilizzazione e progressiva riduzione delle riserve bancarie. La straordinaria crescita di questo aggregato, avviata nel settembre 2008, è stata la principale contropartita della forte espansione del portafoglio della Banca centrale statunitense (fig. 1.2). Al fine di raggiungere l'obiettivo, tale strategia mira in una prima fase a ridurre l'ammontare di riserve, sia attuando su larga scala reverse repos (operazioni di mercato aperto temporanee, attraverso cui la Riserva federale assorbe liquidità cedendo titoli detenuti nel proprio portafoglio, per poi riacquisirli alla scadenza dell'operazione), sia offrendo depositi a tempo remunerati. L'attuazione su larga scala dei reverse repos richiede l'ampliamento del novero delle controparti che possono negoziare direttamente con la Banca centrale e l'inclusione delle mortgage-backed securities garantite dalle agenzie governative tra i titoli che possono essere ceduti nell'ambito di tali operazioni. In una seconda fase, la Riserva federale punta a ridurre il tono accomodante della politica monetaria innalzando il tasso di remunerazione delle riserve. In una terza fase, infine, una ulteriore riduzione dell'ammontare di riserve potrebbe essere conseguita liquidando progressivamente l'ampio portafoglio di titoli a lungo termine acquisito nel corso della crisi. È probabile che durante la fase di attuazione della exit strategy, in cui la dinamica delle riserve bancarie svolgerà un ruolo centrale, l'autorità monetaria incentri la definizione della propria stance sul tasso di remunerazione delle riserve e su un obiettivo quantitativo per le stesse. Nelle valutazioni della Banca centrale i tempi di attuazione della exit strategy saranno prolungati e solo nel lungo periodo lo stato patrimoniale riacquisirà dimensioni e composizione analoghe a quelle di prima della crisi.

L'annuncio di una dettagliata *exit strategy* rientra nello sforzo della Riserva federale di accrescere la trasparenza delle proprie scelte, al fine di mantenere stabili le aspettative di inflazione in presenza di misure non convenzionali. Le aspettative di inflazione a lungo termine, rilevate dalla *Survey of Professional Forecasters* della Federal Reserve Bank di Filadelfia, sono rimaste sostanzialmente immutate tra il 2,3 e il 2,5 per cento per tutto il 2009 e i primi mesi del 2010.



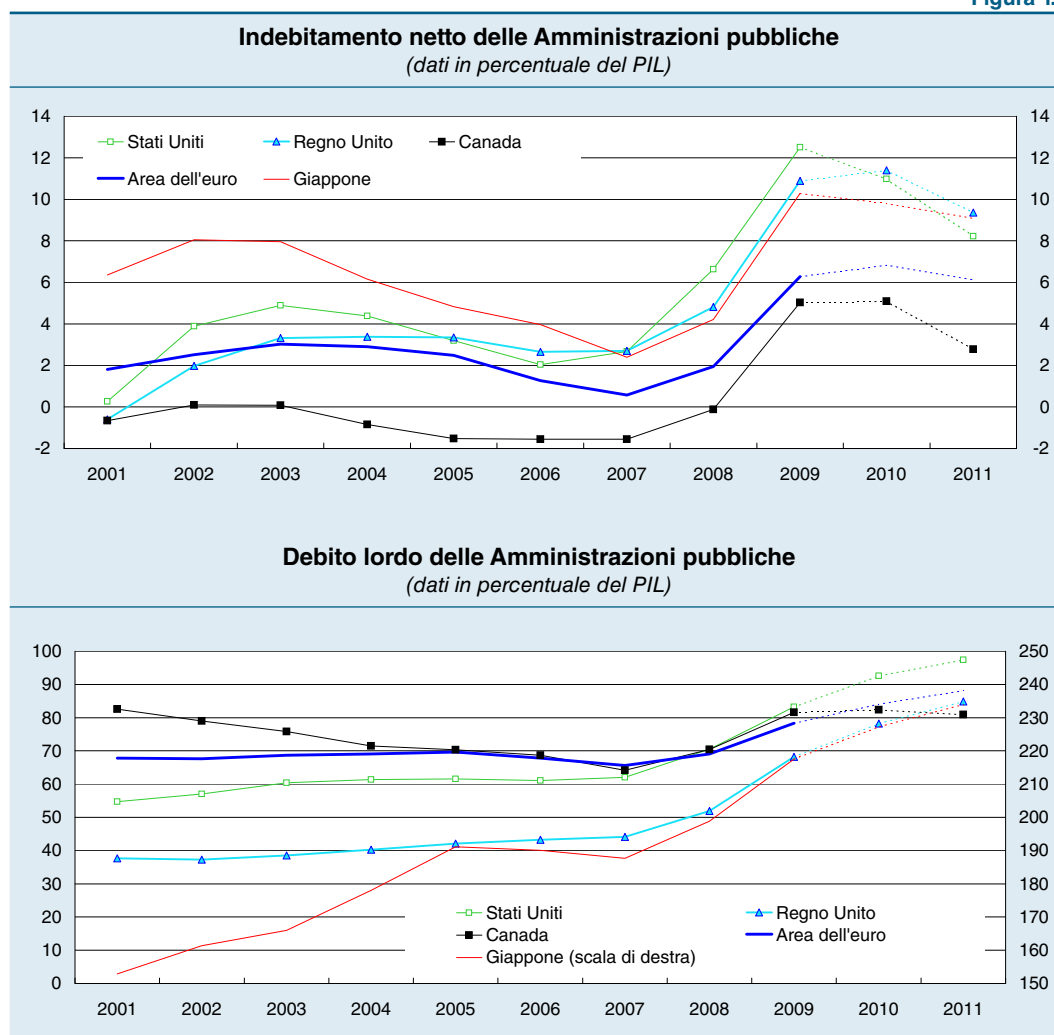
Fonte: Riserva federale.

Nell'esercizio 2009, conclusosi nel settembre scorso, il disavanzo federale si è ampliato fino al 9,9 per cento del PIL (dal 3,2 nel 2008). Sul risultato hanno agito diversi fattori: il netto deterioramento del saldo di bilancio strutturale; l'operare degli stabilizzatori automatici; le misure previste dall'American Recovery and Reinvestment Act (ARRA; cfr. il riquadro: *Le manovre di bilancio anticrisi nei principali paesi avanzati ed emergenti*, in *Bollettino economico* n. 56, 2009); l'azione di sostegno al sistema finanziario. In particolare, nella valutazione del Congressional Budget Office (CBO), l'attuazione dell'ARRA ha contribuito alla formazione del disavanzo per circa 1,4 punti percentuali di PIL nel 2009 e dovrebbe contribuirvi per altri 2,8 nel 2010.

Le misure di sostegno al sistema finanziario hanno riguardato principalmente l'attuazione del Troubled Asset Relief Program (TARP) e la ricapitalizzazione delle due principali agenzie governative specializzate nella cartolarizzazione di mutui ipotecari (Fannie Mae e Freddie Mac). Le stime relative al costo complessivo del TARP sono state riviste sensibilmente al ribasso: da 356 miliardi di dollari nel marzo 2009 a 109 nel marzo 2010. Attualmente il CBO stima che il costo sia inferiore alla voce di spesa attribuita all'esercizio finanziario 2009 (circa 150 miliardi); il programma costituirà quindi nei prossimi anni una componente di spesa negativa. I fondi erogati a sostegno di Fannie Mae e Freddie Mac sono stati pari a 91 miliardi di dollari nel 2009; il CBO prevede che ammontino a circa 50 miliardi nel decennio 2010-19.

Nel febbraio scorso l'Amministrazione ha presentato una proposta di bilancio che, nella valutazione del CBO, delinea uno scenario di parziale rientro del disavanzo federale. Questo declinerebbe dal 10,3 per cento del PIL nel 2010 fino al 4,1 nel 2014, per poi stabilizzarsi su livelli compresi tra il 4 e il 5,6 per cento nei restanti anni del decennio (cfr. il riquadro: *La situazione delle finanze pubbliche nei paesi avanzati*, in *Bollettino economico* n. 60, 2010). Il debito lordo complessivo delle Amministrazioni pubbliche si amplierebbe, nelle stime dell'FMI, dall'83,2 per cento del PIL alla fine del 2009 al 97,4 alla fine del 2011 (fig. 1.3).

Figura 1.3



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2010.

*La crisi del mercato immobiliare.* – Nel 2009 e nei primi mesi del 2010 il mercato degli immobili residenziali ha mostrato segnali di stabilizzazione. L'indice Case-Shiller dei prezzi delle case relativo alle 10 principali aree metropolitane ha registrato tra il dicembre 2008 e il febbraio 2010 un calo nell'ordine del 3 per cento; tra la metà del 2006 e la fine del 2008 la riduzione era stata prossima al 28 per cento. Le attuali quotazioni dei contratti futures sull'indice Case-Shiller indicano un ristagno dei prezzi per tutto il 2010.

*La stabilizzazione del mercato continua a essere ostacolata dalla restrizione dell'offerta di mutui ipotecari e dal proseguire, a ritmi elevati, degli avvisi di procedure esecutive sui mutui ipotecari. Questo potrebbe riflettere, oltre al deterioramento delle condizioni economiche, la scelta di una parte di quei mutuatari il cui debito eccede il valore dell'immobile di non assolvere ai propri obblighi contrattuali.*

La Riserva federale e il Tesoro hanno continuato a svolgere una decisa azione di contrasto alla crisi del mercato. La prima, attraverso gli acquisti di *mortgage-backed securities* garantite dalle agenzie governative, ha contribuito a stabilizzare il tasso sui mutui ipotecari convenzionali a 30 anni attorno al 5 per cento, riducendo progressivamente il differenziale di rendimento rispetto ai titoli con uguale scadenza emessi dal Tesoro fino a livelli eccezionalmente bassi. Il secondo ha reso meno rigorosi i criteri di accesso al rifinanziamento, consentendo a circa 4 milioni di debitori di rifinanziare il proprio debito e beneficiare così del calo dei tassi di interesse. Ha inoltre promosso un processo di rinegoziazione dei mutui ipotecari giudicati esposti al rischio di insolvenza. Tuttavia, a fronte di un obiettivo originario di 4 milioni di mutui (circa l'8 per cento dei mutui in essere), nell'aprile scorso solo circa 295.000 mutui avevano subito modifiche contrattuali permanenti, mentre quasi 640.000 erano in corso di rinegoziazione.

La crisi del mercato degli immobili commerciali si è aggravata. L'indice di prezzo elaborato da Moody's, che comprende quattro categorie di immobili (uffici, negozi, fabbricati industriali e unità residenziali con più di quattro nuclei abitativi), è crollato di circa il 30 per cento nel corso del 2009. Il continuo aumento della percentuale di immobili commerciali non utilizzati segnala il protrarsi del calo della domanda.

La disponibilità di credito bancario per questo mercato ha continuato a ridursi per tutto il 2009. Allo scopo di contenere le difficoltà di finanziamento di questo settore – le cui passività alla fine dello scorso anno ammontavano a circa 3.500 miliardi di dollari, equivalenti a circa un terzo dei mutui ipotecari residenziali facenti capo alle famiglie – la Riserva federale è intervenuta estendendo agli investitori che acquistano *commercial mortgage-backed securities* (titoli derivanti dalla cartolarizzazione di mutui commerciali) la possibilità di finanziarsi ricorrendo alla Term Asset-Backed Securities Loan Facility introdotta alla fine del 2008.

### *L'economia giapponese*

Il prodotto è diminuito del 5,2 per cento (tav. 1.1). La contrazione si è concentrata nel primo trimestre 2009, quando il PIL è sceso del 15,9 per cento in ragione d'anno. Nei trimestri successivi l'attività è tornata a espandersi, trainata dalla forte ripresa delle vendite all'estero. In particolare, le esportazioni verso le economie asiatiche, che rappresentano oltre la metà delle esportazioni nipponiche, hanno registrato tra il primo e il quarto trimestre 2009 una crescita, valutata a prezzi correnti, di circa il 50 per cento, recuperando una quota consistente della perdita registrata tra la prima metà del

2008 e il primo trimestre 2009. Anche i consumi, stimolati da incentivi agli acquisti di alcuni beni durevoli, hanno contribuito alla crescita.

Nel primo trimestre 2010, secondo stime preliminari, l'attività economica ha mantenuto un robusto ritmo di espansione (4,9 per cento in ragione d'anno), continuando a poggiare principalmente su un'elevata crescita delle esportazioni di beni e servizi (30,5 per cento).

La ripresa ha favorito un lieve miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, che in luglio aveva raggiunto il 5,6 per cento, si è successivamente ridotto sino al 5,0 per cento nel marzo dell'anno in corso; esso eccede ancora di circa un punto percentuale il livello prevalente nella prima metà del 2008.

Nel 2009 sono riemerse tendenze deflazionistiche. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi al consumo al netto dei prodotti energetici e degli alimentari, divenuto negativo in gennaio, ha continuato a ridursi per tutto l'anno, sino a toccare un minimo pari a -1,2 per cento in dicembre; nei primi mesi dell'anno in corso si è stabilizzato attorno un valore negativo dell'1,0 per cento.

La Banca del Giappone ha reagito mantenendo un orientamento di politica monetaria fortemente espansivo, lasciando immutato il tasso di riferimento allo 0,1 per cento. Ha inoltre avviato nel dicembre 2009, e poi potenziato nel marzo dell'anno in corso, operazioni di finanziamento con durata trimestrale a un tasso fisso pari allo 0,1 per cento – destinate a raggiungere un ammontare complessivo di 20.000 miliardi di yen, pari a circa il 4 per cento del PIL – volte a favorire una riduzione dei tassi di interesse a lungo termine. Ha, infine, recentemente annunciato l'introduzione di operazioni di finanziamento a tasso fisso, non ancora definite nei dettagli, caratterizzate da durata annuale e da un tasso pari a quello di riferimento. A seguito dell'attenuarsi delle difficoltà di finanziamento delle imprese, la Banca centrale giapponese ha cessato, nel dicembre 2009, di acquistare a titolo definitivo carta commerciale e obbligazioni emesse dalle imprese.

Secondo le più recenti stime dell'FMI, il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche si è ampliato nel 2009 sino al 10,3 per cento del PIL. Nel 2010 e nel 2011 esso si ridurrebbe in misura molto contenuta (fig. 1.3). Le passività lorde complessive delle Amministrazioni pubbliche supererebbero alla fine del 2011 il 230 per cento del PIL. Il nuovo Governo, in carica dal settembre 2009, non ha finora delineato un programma di riequilibrio dei conti pubblici su un orizzonte di medio periodo.

### *L'economia della UE*

Le economie appartenenti all'Unione europea (UE-27) nel 2009 hanno registrato, nel loro complesso, un calo dell'attività economica del 4,2 per cento; segnali di stabilizzazione sono emersi nel secondo semestre. Nell'area dell'euro il PIL è diminuito del 4,1 per cento (cfr. la sezione: Andamenti macroeconomici, politiche di bilancio e politica monetaria nell'area dell'euro).

*Regno Unito.* – L'attività economica nel Regno Unito è caduta di quasi il 5 per cento; solo nel quarto trimestre sono emersi segnali di stabilizzazione. I consumi si sono ridotti del 3,2 per cento, contribuendo alla caduta del PIL più che in altre economie avanzate. Gli investimenti delle imprese hanno continuato a contrarsi per tutto il

2009, risentendo di difficoltà di accesso al credito bancario, solo in parte compensate dal ricorso al mercato dei capitali. La caduta degli investimenti residenziali, in atto ormai da quasi tre anni, ha contribuito per circa 0,6 punti percentuali al calo dell'attività economica. Indicazioni di una stabilizzazione del mercato immobiliare sono emerse dal recupero dei prezzi delle case (con un aumento dell'11 per cento nell'aprile dell'anno in corso rispetto allo stesso mese del 2009) e da segnali di attenuazione della restrizione dell'offerta di credito sui prestiti garantiti. Il tasso di inflazione – condizionato anche dalla temporanea riduzione dell'imposta sul valore aggiunto attuata tra il dicembre 2008 e il dicembre 2009 – ha registrato ampie fluttuazioni nel corso del 2009 e nei primi mesi del 2010; nell'aprile scorso si attestava al 3,7 per cento.

La Banca d'Inghilterra ha rafforzato nel corso del 2009 l'orientamento espansivo della politica monetaria, accompagnando la scelta di mantenere il tasso di riferimento allo 0,5 per cento con un obiettivo quantitativo di acquisto di titoli a media e lunga scadenza, la cui contropartita è un incremento delle riserve bancarie. La Banca centrale ha progressivamente elevato l'obiettivo tra marzo e novembre, da 75 a 200 miliardi di sterline (pari a circa il 14 per cento del PIL); tale obiettivo è stato raggiunto nel gennaio scorso. Diversamente dalla Riserva federale, la Banca d'Inghilterra ha concentrato i propri acquisti pressoché esclusivamente in titoli emessi dal Tesoro.

Nell'esercizio finanziario 2009-10, conclusosi nel marzo scorso, il fabbisogno del settore pubblico, escludendo gli effetti temporanei degli interventi a sostegno del sistema finanziario, ha raggiunto l'11,8 per cento del PIL (dal 6,7 nel 2008-09). Nella valutazione del Tesoro, il fabbisogno strutturale ha registrato un forte deterioramento, risentendo di un calo permanente del prodotto potenziale nell'ordine di 5 punti percentuali e di una riduzione del gettito fiscale proveniente sia dal settore finanziario sia da quello immobiliare. Le stime delle possibili perdite derivanti dagli interventi a sostegno del sistema finanziario sono state riviste in netto ribasso rispetto al marzo 2009, da 50 a 10 miliardi di sterline (pari allo 0,7 per cento del PIL). Il 17 maggio il Governo di coalizione emerso dalle recenti elezioni ha annunciato la presentazione per il prossimo 22 giugno di una proposta di bilancio di emergenza, volta ad accelerare l'aggiustamento dei conti pubblici.

*Paesi nuovi membri dell'UE.* – Negli otto paesi non appartenenti all'area dell'euro il prodotto ha segnato una netta contrazione nel 2009 (-3,4 per cento), a fronte di una crescita del 3,9 per cento nel 2008 (tav. 1.2). Nella prima parte dell'anno l'inasprimento delle condizioni di finanziamento esterno, il calo della fiducia dei consumatori e il peggioramento delle prospettive di crescita hanno determinato un brusco calo della domanda interna, a cui si è aggiunta una marcata flessione di quella estera. Nella seconda metà del 2009 il prodotto è tornato ad aumentare in quasi tutti i paesi, sostenuto dalla ripresa delle esportazioni e dal graduale miglioramento della domanda interna.

*L'intensità e le caratteristiche del deterioramento dell'attività economica sono risultate alquanto diversificate tra i paesi riflettendo, tra l'altro, le differenze in termini di posizioni cicliche iniziali, di vulnerabilità alle condizioni esterne, di margini di manovra delle politiche economiche. La rarefazione dei flussi di capitale ha determinato una brusca inversione del ciclo in Bulgaria e in Romania e una forte caduta del prodotto nei tre paesi baltici, pari in media al 15 per cento. In Ungheria lo squilibrio dei conti pubblici ha limitato gli spazi per l'attuazione di politiche fiscali anticicliche, acuendo gli effetti della crisi. Nella Repubblica Ceca, nonostante i fondamentali relativamente solidi e le politiche monetarie e fiscali espansive, l'attività economica si è contratta sensibilmente, risentendo dell'elevata integrazione commerciale con i paesi dell'area dell'euro. La Polonia è stato l'unico paese dove il prodotto ha continuato a espandersi, seppure a un ritmo meno intenso, anche per effetto del minor grado di apertura dell'economia, di un quadro macroeconomico più equilibrato e degli effetti ritardati del deprezzamento della moneta alla fine del 2008.*

Tavola 1.2

Principali indicatori macroeconomici dei paesi nuovi membri dell'UE che non fanno parte dell'area dell'euro (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)										
PAESI	PIL		Prezzi al consumo (1)		Saldo di conto corrente (2)		Debito estero (2) (3)	Saldo del bilancio pubblico (2)		Debito pubblico (2)
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2009	2008	2009	2009
Bulgaria	6,0	-5,0	12,0	2,5	-24,0	-9,4	116,5	1,8	-3,9	14,8
Estonia	-3,6	-14,1	10,6	0,2	-9,4	4,6	130,9	-2,7	-1,7	7,2
Lettonia	-4,6	-18,0	15,2	3,3	-13,0	9,4	159,6	-4,1	-9,0	36,1
Lituania	2,8	-14,8	11,1	4,2	-11,9	3,8	88,6	-3,3	-8,9	29,3
Polonia	5,0	1,7	4,2	4,0	-5,1	-1,6	64,3	-3,7	-7,1	51,0
Repubblica Ceca	2,5	-4,2	6,3	0,6	-0,7	-1,1	45,1	-2,7	-5,9	35,4
Romania	7,3	-7,1	7,9	5,6	-11,6	-4,5	71,8	-5,4	-8,3	23,7
Ungheria	0,6	-6,3	6,0	4,0	-7,0	0,2	172,8	-3,8	-4,0	78,3
<b>Totale</b>	<b>3,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>6,6</b>	<b>3,7</b>	<b>....</b>	<b>....</b>	<b>82,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-6,6</b>	<b>45,2</b>

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub.  
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) In rapporto al PIL. – (3) Lordo.

La debolezza dell'attività economica e il calo dei prezzi dei prodotti alimentari ed energetici hanno contribuito a contenere le pressioni inflazionistiche. Nella media del 2009 l'inflazione si è ridotta al 3,7 per cento (6,6 nel 2008). Nei paesi baltici la dinamica dei prezzi al consumo è risultata negativa nella parte finale dell'anno; vi ha concorso anche il calo delle retribuzioni nominali, che riflette il deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro e le politiche di contenimento dei salari nel settore pubblico.

L'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche e il rafforzamento, da marzo 2009, del cambio nei confronti dell'euro (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*) hanno consentito alle banche centrali dei paesi con un obiettivo di inflazione (Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria) di allentare le condizioni monetarie, con successive riduzioni dei tassi di riferimento comprese tra un minimo di 125 e un massimo di 375 punti base, rispettivamente, nella Repubblica Ceca e in Ungheria. Negli altri paesi, che hanno un regime di cambio fisso, l'orientamento espansivo della politica monetaria è risultato meno efficace, anche per effetto delle forti tensioni sui mercati monetari, allentatesi solo nella parte finale dell'anno con l'attenuarsi delle incertezze sulla sostenibilità delle parità con l'euro.

La situazione dei conti pubblici è peggiorata in quasi tutti i paesi, ad eccezione dell'Estonia, che ha ridotto il disavanzo all' 1,7 per cento del PIL (dal 2,7 per cento nel 2008). In Ungheria l'azione di risanamento, attuata nel quadro degli impegni assunti con le istituzioni finanziarie internazionali, ha consentito la stabilizzazione del deficit. In Polonia e Repubblica Ceca il peggioramento dei saldi di bilancio riflette la scelta dei rispettivi governi di consentire il pieno esplicarsi degli stabilizzatori automatici.

Per effetto del forte calo della domanda interna, i disavanzi di parte corrente della bilancia dei pagamenti si sono ridotti sensibilmente in tutti i paesi, ad eccezione della Repubblica Ceca dove il passivo era relativamente contenuto.

Negli anni precedenti la crisi, il rapido processo di convergenza economica è stato caratterizzato in molti dei nuovi paesi membri dell'UE dalla formazione di ampi disavanzi di parte corrente, finanziati da rilevanti afflussi di capitale privato. Tali disavanzi costituivano anche il riflesso di squilibri interni, alimentati da una forte crescita del credito e dei prezzi delle attività. Con l'acuirsi della crisi e il conseguente rarefarsi del credito internazionale, gli squilibri di parte corrente sono divenuti insostenibili, dando luogo a un brusco aggiustamento dei disavanzi, associato a un forte ridimensionamento dell'attività economica e della domanda interna. Nel biennio 2008-09, la correzione è stata pari in media a oltre 23 punti percentuali di PIL nei paesi baltici, tornati in avanzo nel 2009, e a 17 e 9 punti percentuali, rispettivamente, in Bulgaria e Romania. Alla correzione dei disavanzi si è accompagnata anche una variazione nella dimensione e nella composizione dei finanziamenti esteri, con un deciso calo negli afflussi netti di capitali bancari, divenuti in taluni casi negativi. Per contro, gli afflussi di investimenti diretti sono risultati relativamente più stabili.

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

**Cina.** – Nel 2009 l'attività economica ha continuato a espandersi a ritmi assai robusti (8,7 per cento; tav. 1.3), sebbene inferiori a quelli medi del decennio (10,3). Dopo il rallentamento registrato sul finire del 2008, già a partire dalla primavera l'economia ha ripreso vigore grazie al forte impulso fiscale e monetario.

Tavola 1.3

Principali indicatori macroeconomici di Cina, India, Brasile e Russia (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)								
PAESI	PIL		Prezzi al consumo		Saldo di conto corrente (1)		Saldo di bilancio pubblico (2)	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Cina	9,6	8,7	5,9	-0,7	9,4	5,8	-0,4	-3,0
India	7,4	6,4	8,4	10,9	-2,2	-2,1	-7,9	-10,5
Brasile	5,1	-0,2	5,7	4,9	-1,7	-1,5	-1,4	-3,3
Russia	5,6	-7,9	14,1	11,7	6,2	3,9	4,3	-6,2

Fonte: FMI e statistiche nazionali.  
(1) In rapporto al PIL. – (2) Settore pubblico consolidato, saldo espresso in rapporto al PIL nell'esercizio finanziario di riferimento.

Nella media dell'anno il contributo dell'interscambio commerciale è risultato negativo per la prima volta dal 1995 (-4,1 punti percentuali di PIL). Gli investimenti, invece, hanno continuato a fornire il principale sostegno alla crescita (8,2 punti), anche per effetto del piano pubblico di grandi opere infrastrutturali.

I consumi sono cresciuti del 9,3 per cento, un tasso superiore alla media del decennio, sostenuti dagli incentivi pubblici all'acquisto di beni durevoli, nonché da misure di sostegno al reddito. Particolare impulso hanno avuto le vendite di automobili, cresciute del 60 per cento (25 nel 2008).

La rapida espansione dell'economia cinese nell'ultimo decennio ha tratto alimento soprattutto dall'accumulazione di capitale e dalle esportazioni. Nel 2008 la quota dei consumi in rapporto al PIL superava di poco il 35 per cento, circa 10 punti percentuali in meno rispetto al 2000. Questa tendenza deriva, da un lato, dal peso decrescente del reddito disponibile delle famiglie sul prodotto (sceso al 59 per cento nel 2007, dal 64 nel 2000) e, dall'altro, dal valore elevato e crescente del loro risparmio (salito al 22,2 per cento del PIL, dal 17,5 nel 2000).

*Secondo l'indagine sulle famiglie condotta annualmente dall'Istituto di Statistica cinese, nell'ultimo decennio, a fronte di una stabilizzazione della propensione al risparmio nelle aree rurali (attorno al 23 per cento in rapporto al reddito disponibile), quella delle famiglie urbane (che rappresentano attualmente il 46 per cento della popolazione, dal 36 nel 2000) è salita di 10 punti percentuali (al 28 per cento nel 2008). L'ulteriore aumento del saggio di risparmio delle famiglie, che nell'indagine risulta anche sottostimato rispetto ai dati di contabilità nazionale, trae origine da diversi fattori. Nelle aree urbane il reddito disponibile in termini reali è raddoppiato nell'arco del decennio, consentendo l'accantonamento di maggiori risorse, soprattutto nelle fasce più ricche della popolazione. È cresciuta, inoltre, la quota di popolazione in età da lavoro (73 per cento nel 2008, dal 70 nel 2000). In prospettiva, a meno di interventi correttivi da parte delle autorità di governo, la carenza di servizi pubblici e di una rete di protezione sociale tenderà a mantenere elevato il saggio di risparmio delle famiglie. Le famiglie urbane, il cui numero continuerà ad aumentare, si trovano infatti nella condizione di dover accantonare fondi in previsione dei costi crescenti per l'abitazione, l'istruzione, l'assicurazione sanitaria e la copertura pensionistica. Solo una più incisiva politica di spesa sociale (attualmente appena il 5 per cento del PIL) e lo sviluppo di mercati finanziari e assicurativi potranno creare le condizioni per un calo del saggio di risparmio.*

L'andamento dei prezzi al consumo ha riflesso l'evoluzione dei corsi internazionali delle materie prime energetiche e alimentari. Nella media dell'anno, la flessione è stata dello 0,7 per cento rispetto all'anno precedente, quando erano saliti del 5,9. La ripresa dei prezzi nella parte finale del 2009 e nei primi mesi di quest'anno è stata dovuta soprattutto ai rincari dei prodotti alimentari. L'inflazione di fondo è tornata positiva (0,7 per cento in aprile).

Il credito, diversamente da quanto è avvenuto negli altri paesi emergenti (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*), ha registrato una netta accelerazione. Le grandi banche, ancora sottoposte al controllo statale, sono state chiamate a espandere il credito per finanziare gli investimenti infrastrutturali previsti dal piano di stimolo fiscale. Nel 2009 l'ammontare di prestiti concessi dalle banche è salito del 31,7 per cento, portando lo stock totale al 127 per cento del PIL. La disponibilità di fondi a basso costo si è riversata in larga misura anche sul mercato immobiliare, alimentando un forte rialzo dei prezzi delle abitazioni.

*I prezzi degli immobili residenziali privati hanno subito un'impennata del 23 per cento rispetto all'anno precedente (media delle principali città); a Shanghai l'aumento ha superato il 50 per cento. Il forte rialzo ha destato preoccupazione nelle autorità, che dalla scorsa estate hanno introdotto una serie di misure, tra cui l'eliminazione di alcune agevolazioni fiscali sulle transazioni e l'imposizione di limiti più stringenti per la concessione di prestiti al settore. Un brusco ribasso dei valori immobiliari avrebbe effetti negativi sia sui bilanci delle banche, fortemente esposte verso questo segmento, sia su quelli delle amministrazioni locali, per le quali i ricavi dalle vendite di aree edificabili costituiscono la principale fonte di finanziamento.*

Dalla scorsa estate la Banca centrale cinese ha abbandonato l'orientamento espansivo della politica monetaria, dapprima imponendo linee guida più stringenti per la concessione dei prestiti da parte degli istituti di credito, poi intensificando l'azione di sterilizzazione delle riserve valutarie e, quindi, all'inizio dell'anno in corso, innalzando ripetutamente il coefficiente di riserva obbligatoria sui depositi bancari, per un totale di 1,5 punti percentuali, fino al 17,0 per cento per le grandi banche.

Lo scorso anno il deficit del settore pubblico allargato si è collocato al 3,0 per cento del PIL, a fronte di un sostanziale pareggio negli anni passati. In base al piano di bilancio recentemente approvato, che prevede un riequilibrio della spesa pubblica a favore di un maggior sostegno ai consumi e al reddito delle famiglie, il disavanzo dovrebbe mantenersi attorno al 3,0 per cento anche nell'anno in corso.

Nel primo trimestre 2010 la crescita del PIL è salita all'11,9 per cento, rispetto allo stesso periodo del 2009, tornando sui ritmi del 2007. Il contributo fornito dai consumi è stato assai rilevante (6,2 punti percentuali), anche se ancora leggermente inferiore a quello degli investimenti (6,9 punti). Si è ridotto il contributo negativo del settore estero (-1,2 punti), grazie al graduale recupero delle esportazioni.

*India.* – Nel 2009 il PIL indiano è cresciuto del 6,4 per cento, un punto in meno rispetto al 2008. Il rallentamento si è concentrato nel primo trimestre e ha riguardato in modo particolare il settore manifatturiero e quello dei servizi legati alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, più esposti all'andamento della domanda estera. Dal secondo trimestre dello scorso anno l'economia ha nettamente accelerato, trainata dal piano governativo di espansione delle infrastrutture. La spesa delle famiglie e gli investimenti delle imprese sono tornati a rafforzarsi, segnando, rispettivamente, un aumento del 3,9 e del 5,8 per cento nel complesso del 2009.

L'inflazione al consumo è salita al 10,9 per cento nella media del 2009 (dall'8,4 nell'anno precedente); nel gennaio di quest'anno ha raggiunto un picco del 16,1 per cento, in parte dovuto al forte rincaro dei prodotti alimentari.

*Sebbene l'agricoltura in India rappresenti solo il 17 per cento del valore aggiunto, più di metà della popolazione è occupata in questo settore. Nel 2009 la grave siccità che ha colpito larga parte degli Stati indiani ha determinato un'accentuata riduzione della produzione agricola, in particolare quella di cereali, innescando sensibili aumenti delle quotazioni di questi prodotti. Ne ha risentito il reddito reale disponibile delle famiglie, sia per la contrazione dei salari agricoli, sia per i marcati rincari dei generi alimentari.*

Dal quarto trimestre 2009, la Banca centrale ha modificato l'intonazione espansiva della politica monetaria. Sono stati dapprima resi più stringenti i vincoli di portafoglio gravanti sulle banche e poi, nei primi mesi del 2010, sono stati ripetutamente aumentati i tassi ufficiali (per complessivi 50 punti base) e il coefficiente di riserva obbligatoria (per 100 punti base).

Nel 2009 la politica fiscale è stata improntata al sostegno della domanda, attraverso l'aumento della spesa in infrastrutture, la riduzione delle imposte indirette e altre misure di supporto alle fasce più disagiate della popolazione residenti nelle aree rurali. Il disavanzo consolidato del settore pubblico si è così ampliato, al 10,5 per cento del PIL dal 7,9 nell'anno precedente; il debito pubblico ha raggiunto il 73,2 per cento del PIL, un valore elevato nel confronto con gli altri principali paesi emergenti.

*Il National Rural Employment Guarantee Act, adottato nel 2005, prevede il diritto a un'occupazione garantita per i lavoratori delle aree rurali, per almeno cento giorni l'anno allocati per ciascuna famiglia, a un salario prestabilito (di circa un euro al giorno), per lo svolgimento di lavori di pubblica utilità, stabiliti dalle amministrazioni locali. Nell'esercizio conclusosi lo scorso marzo vi hanno aderito oltre 40 milioni di famiglie, per uno stanziamento statale complessivo pari allo 0,6 per cento del PIL.*

*Brasile.* – Dopo cinque anni di crescita sostenuta, l'economia brasiliana ha subito una recessione, che tuttavia è stata breve e poco profonda. Nel 2009 il PIL è diminuito dello 0,2 per cento; mentre gli investimenti sono scesi del 10 per cento in risposta al calo della domanda internazionale e al temporaneo deflusso di capitali esteri, i consumi hanno continuato a crescere (4 per cento) sospinti dalle misure di sostegno pubblico.

Dal secondo trimestre 2009, con il ritorno degli afflussi finanziari dall'estero e il rialzo dei prezzi delle materie prime, di cui il Brasile è esportatore netto, l'attività economica è tornata a espandersi. La rapida riduzione della capacità inutilizzata nell'economia ha tuttavia alimentato nuove pressioni inflazionistiche: la dinamica dei prezzi al consumo ha raggiunto il 5,3 per cento lo scorso aprile, nettamente al di sopra del valore centrale dell'intervallo obiettivo della Banca centrale, fissato al 4,5 per cento.

*Il Brasile è caratterizzato da un tasso di crescita potenziale assai contenuto, pari ad appena il 4,5 per cento secondo le stime dell'OCSE, un valore significativamente inferiore a quello di altre importanti economie emergenti, soprattutto asiatiche, e da un basso livello di risparmio privato (18 per cento del PIL nella media dell'ultimo quinquennio, a fronte del 34 in India e del 43 in Cina).*

Mentre nella prima parte del 2009 la Banca centrale aveva rapidamente ridotto il tasso di riferimento della politica monetaria, per complessivi 5 punti percentuali fino all'8,75 per cento in luglio (il livello più basso dal 1996), successivamente la politica monetaria ha cambiato intonazione. All'inizio del 2010 il coefficiente di riserva obbligatoria è stato innalzato, come pure, alla fine di aprile, il tasso di interesse di riferimento (0,75 punti percentuali).

*Russia.* – L'economia russa è stata duramente colpita dalla crisi globale. Nel 2009 il PIL si è contratto del 7,9 per cento, contro una crescita media del 7 nel quinquennio precedente. Il crollo dei ricavi dalle esportazioni petrolifere nella fase più acuta della crisi ha bruscamente ridotto la principale fonte di introiti per il settore pubblico. L'arresto del finanziamento estero al settore bancario privato ha contribuito alla rapida contrazione del credito e degli investimenti delle imprese.

Gli investimenti sono diminuiti del 18,2 per cento e i consumi privati del 5,4, risentendo del forte deterioramento del mercato del lavoro, che ha visto il tasso di disoccupazione salire all'8,5 per cento (dal 6,4 nel 2008). Le pressioni inflazionistiche si sono ridotte: l'aumento dei prezzi al consumo è sceso fino al 6,4 per cento lo scorso marzo, da quasi il 14 all'inizio del 2009. Timidi segnali di ripresa dell'attività economica sono emersi solo nello scorcio dell'anno, in risposta al rafforzamento delle quotazioni energetiche e al miglioramento delle condizioni finanziarie.

La grave crisi di liquidità innescata dal brusco deflusso di capitali, tra ottobre 2008 e febbraio 2009, ha indotto la Banca centrale a iniettare ingenti quantità di moneta nel sistema. In presenza di una domanda che permaneva debole e di una chiara riduzione delle pressioni inflazionistiche, il tasso di interesse di riferimento è stato ridotto dal 13 fino all'8 per cento nei dodici mesi terminanti lo scorso aprile. Il crollo delle entrate tributarie e le misure di stimolo della domanda hanno dato luogo a un disavanzo pubblico pari al 6,2 per cento del PIL, dopo i cospicui avanzi registrati negli anni precedenti.