

**Saper leggere i processi delle economie reali
nei Paesi dell'Europa centrale e sud-orientale
per sostenere il ruolo delle PMI
negli investimenti diretti all'estero**

Aprile 2009



Service and
Documentation Centre
for International
Economic Cooperation

Centro di Servizi e
Documentazione per
la Cooperazione
Economica Internazionale

Sede Legale

Via Cadorna 36
34170 Gorizia
T. +39 0481 597411
F. +39 0481 537204
informest@informest.it

P.Iva 00482060316
REA 57883

Iscrizione Reg. Persone
Giuridiche di Gorizia n.1

Sede di Trieste

Area Studi e Ricerche ISDEE
Corso Italia 27
34100 Trieste
T. +39 040 639130
F. +39 040 634248
isdee@informest.it

Sede Veneta

Piazza Zanellato 5
35131 Padova
T. +39 049 7800738
F. +39 049 7800721
sedepadova@informest.it

www.informest.it

www.est-ovest.eu

Le differenze tra i paesi dell'Europa orientale che stanno affrontando la crisi globale sono tanto importanti quanto le similitudini. Tali differenze riguardano in primis le "condizioni iniziali", cioè il quadro del paese alla vigilia della crisi. La diversa apertura dei sistemi economici in termini di interscambio ed Investimenti Diretti Esteri, gli squilibri interni (deficit pubblici) ed esterni (partite correnti; debito estero), il livello del cosiddetto financial deepening, il ruolo del settore bancario e del credito interno nell'orientare in parte consumi e risparmi – quindi la struttura della domanda nazionale – possono essere considerati come caratterizzanti le diverse strategie nazionali di crescita. Tali strategie, spesso implicite, sono risultate dalla combinazione del meccanismo regionale di crescita dell'area, caratterizzato da un grado elevato di integrazione commerciale e finanziaria in particolare con l'UE-15, con diversi mix di politiche monetarie e fiscali e differenti livelli di maturità per quanto concerne il processo di transizione e la capacità di governance. Ne deriva che lo scenario di reazione e ripresa non potrà certamente essere unico.

Questo articolo rappresenta la sezione introduttiva di un Progetto dell'Area Studi e Ricerche ISDEE di Informest ("Saper leggere i processi delle economie reali nei Paesi dell'Europa centrale e sud-orientale per sostenere il ruolo delle PMI negli investimenti diretti all'estero") che intende istituire un sistema di monitoraggio delle misure anti-crisi che i paesi dell'area vanno via via sviluppando. La sezione principale del progetto sarà costituita da un osservatorio periodico sull'evoluzione dei singoli paesi considerati.

IL CONTAGIO DELLA CRISI E L'EUROPA DELL'EST: LE DIFFERENZE SI RIFLETTONO IN DIVERSI SCENARI DI "REAZIONE-RIPRESA"

CORRADO CAMPOBASSO

I principali canali di diffusione della crisi globale sono comuni non solo ai nuovi paesi membri (EU10+2), ma a tutta la comunità internazionale, a dire il collasso della domanda per le esportazioni, lo stallo dei flussi internazionali di capitale e una diffusa crisi di fiducia. Prima il credito, poi produzione, reddito e, infine, occupazione, stanno avvertendo gli effetti della crisi in questi paesi come d'altra parte nel resto del mondo. Nel primo trimestre del 2009 i mercati del credito sono rimasti contratti e i prezzi delle attività e dei beni sono diminuiti, l'interscambio mondiale ha registrato un sensibile calo, mentre la crescita della produzione industriale è divenuta negativa.

TABELLA 1 - GRANDEZZA RELATIVA DEL SISTEMA ECONOMICO (2008)

	<i>PIL</i> (mld €)	<i>Popolazione</i> (mln)	<i>PIL pro capite</i> (.000 €)
Bulgaria	33,0	7,6	4,3
Croazia	39,6	4,4	9,0
Moldova	4,2	3,8	1,1
Polonia	329,2	38,0	8,7
Rep. Ceca	157,4	10,4	15,1
Romania	119,8	21,4	5,6
Serbia	30,3	7,4	4,1
Slovacchia	63,7	5,4	11,8
Slovenia	37,7	2,0	18,8
Ucraina	122,0	46,1	2,6
Ungheria	105,5	10,0	10,6

Fonte: Business Monitor International; Economist Intelligence Unit

Quello che è evidente ad osservatori attenti è che, con il procedere della crisi, le differenze tra i paesi dell'Europa orientale diventano tanto importanti quanto le loro rassomiglianze. Queste differenze riguardano principalmente le "condizioni iniziali", cioè la situazione di ogni singolo paese alla vigilia della crisi; tali condizioni stanno determinando le modalità della reazione di ogni paese e di

ogni governo e sono rilevanti sia in termini di resistenza del settore reale, sia di congruenza delle misure fiscali, industriali, sociali scelte, sia di prospettiva di ripresa.

La prima differenza, tanto evidente quanto sottovalutata, è rappresentata dalla grandezza del paese in sé, sia in termini economici che demografici (vedi tabella 1). Più grande è la popolazione assieme al PIL pro capite, più importante è il ruolo del mercato nazionale per la performance economica e, comparativamente, più resistente a shock esogeni è il sistema economico.

TABELLA 2 - INDICATORI DI APERTURA DELL'ECONOMIA

	<i>(X+M)</i> <i>/ PIL</i> <i>(%)</i>	<i>X verso UE</i> <i>/ Totale X</i> <i>(%)</i>	<i>M dall'UE</i> <i>/ Totale M</i> <i>(%)</i>	<i>Stock di IDE</i> <i>% PIL</i>	<i>Stock (€) di</i> <i>IDE</i> <i>pro capite</i>
	<i>(i)</i>	<i>(ii)</i>	<i>(iii)</i>	<i>(iv)</i>	<i>(v)</i>
Bulgaria	136,1	60,3	56,3	74,5	3.854
Croazia	111,8	61,00	64,10	36,1	4.168
Moldova	132,3	51,4	42,9	39,2	502
Polonia	90,4	77,5	71,4	23,7	2.621
Rep. Ceca	138,7	85,2	77,4	33,4	6.337
Romania	40,7	70,6	69,0	27,5	2.069
Serbia	93,2	71,0	55,6	29,4	1.599
Slovacchia	169,0	85,4	72,9	31,4	4.366
Slovenia	78,4	68,3	71,4	5,2	1.241
Ucraina	99,6	33,3	47,4	21,9	674
Ungheria	167,4	80,3	68,0	34,7	4.829

Le colonne (ii) e (iii) si riferiscono al periodo gennaio-novembre ad eccezione della Croazia (gennaio-dicembre) e della Serbia (gennaio-ottobre)

X Export

M Import

Fonte: Business Monitor International; BERS

Il peso del mercato interno è correlato in modo inversamente proporzionale al grado di apertura del sistema economico (vedi tabella 2). Gli indici di interscambio commerciale e la penetrazione degli investimenti diretti esteri evidenziano il livello elevato di integrazione commerciale e produttiva che, composte con l'integrazione finanziaria, hanno caratterizzato il modello specifico di crescita su cui l'area dell'Europa orientale si è basata negli ultimi due decenni. Più

alto si rivela il livello di penetrazione degli IDE (stock di IDE pro capite), più alti sono il livello di convergenza strutturale e il livello di interdipendenza ed esposizione potenziale agli effetti di una congiuntura internazionale avversa (shock della domanda esterna, contrazione dei flussi di capitale in entrata e così via).

L'integrazione finanziaria, come osservato da Árvai, Driessen e Ötker-Robe (2009), risulta dalla profonda trasformazione dei settori bancari a partire, in particolare, dalla seconda metà degli anni '90. Le quote di partecipazione estera nel settore bancario nella maggioranza dei Paesi dell'area est-europea sono tra le più alte nel mondo e il credito interno al settore privato è aumentato rapidamente negli anni recenti, in modo particolare dal 2004 (vedi tabella 3). Nel periodo 2002-2008 nei 10 paesi esaminati nel rapporto, il credito interno al settore privato è aumentato in media di circa il 18% annuo in termini reali.

TABELLA 3 - SETTORE BANCARIO E CREDITO INTERNO

	<i>Quota delle banche pubbliche*</i> %	<i>Quota delle partecipate estere*</i> %	<i>Credito interno al settore privato</i> % PIL	<i>Credito interno alle famiglie</i> % PIL
Bulgaria	2,1	82,3	66,8 (19,4)	23,0 (3,7)
Croazia	4,7	90,4	76,6 (53,8)	41,1 (23,8)
Moldova	9,5	24,8	36,9 (17,2)	5,5 (0,5)
Polonia	19,5	75,5	52,9 (28,2)	20,0 (9,4)
Rep. Ceca	2,2	84,8	45,8 (23,5)	20,4 (5,9)
Romania	5,7	87,3	32,9 (10,1)	17,7 (3,8)
Serbia	15,8	75,5	34,9 (17,8)	12,6 (2,6)
Slovacchia	1,0	99,0	42,3 (30,8)	5,5 (16,3)
Slovenia	14,4	28,8	79,0 (38,6)	10,5 (19,2)
Ucraina	8,0	39,4	58,8 (17,6)	22,5 (1,6)
Ungheria	3,7	64,2	59,2 (33,6)	21,7 (7,4)

* Il 100% si riferisce alla capitalizzazione totale del settore bancario
I valori si riferiscono al 2007; tra parentesi il corrispondente valore per il 2002
Fonte: BERS Transition report 2008

Questo processo riflette in parte il processo di catching-up relativamente all'intermediazione finanziaria, partito da livelli mediamente bassi: paesi con bassi livelli di intermediazione finanziaria hanno registrato una crescita del credito più

rapida rispetto a paesi con rapporti iniziali 'Credito Interno/PIL' più alti. Ma l'integrazione finanziaria è stata anche alimentata e accresciuta da aggressive strategie di marketing da parte di gruppi bancari situati in Europa occidentale che de facto controllano i settori bancari di molti Paesi dell'Europa centro- sud-orientale (vedi tabella 4).

TABELLA 4 - CREDITI DELLE BANCHE ESTERE NEI PRINCIPALI PAESI OSPITANTI A FINE 2007

	<i>In % sul totale dei crediti bancari accesi nella regione</i>	<i>In % del PIL del Paese ospitante</i>
Bulgaria	2,2	77,9
Croazia	6,2	157,2
Moldova	n.d.	n.d.
Polonia	15,2	49,7
Rep. Ceca	11,4	90,7
Romania	7,4	63,5
Serbia	n.d.	n.d.
Slovacchia	5,1	94,1
Slovenia	n.d.	n.d.
Ucraina	2,9	29,3
Ungheria	9,2	93,1

Fonte: Maechler & Li Lian Ong (2009)

Se i processi di integrazione commerciale e finanziaria sono stati gli aspetti centrali del "meccanismo di crescita regionale" dell'Europa orientale - o, secondo una lettura più maliziosa, una scelta forzata per i paesi in adesione -, il processo di integrazione ha contribuito a un significativo riorientamento degli scambi e dei flussi di capitale. I deficit delle partite correnti (vedi tabella 5) che si sono evidenziati nella seconda metà degli anni '90 sono stati detti "strutturali" proprio per indicare la loro natura, a dire il fatto di essere un effetto collaterale del meccanismo di crescita. Infatti, la domanda di beni d'investimento stimolata dal processo di ristrutturazione, gli afflussi di beni intermedi alimentati dal commercio intra-industriale e dal traffico di perfezionamento e una vivace domanda di beni di consumo hanno determinato assieme un assetto duraturo degli squilibri commerciali. In una fase successiva i processi di convergenza reale e nominale, la

crescita dei salari e dei redditi disponibili e la trasformazione della gamma produttiva hanno alimentato una crescente domanda di servizi (in particolare, turismo, trasporti e servizi per le imprese). La più alta domanda di servizi, assieme alla crescita dei flussi in uscita da reddito sul capitale ed al servizio sul debito, ha determinato una deriva tendenziale verso deficit di parte corrente più elevati.

TABELLA 5- SQUILIBRI INTERNI ED ESTERNI

	<i>Deficit o sufficit fiscale '08 % PIL</i>	<i>Deficit o sufficit fiscale '04-'08 % PIL</i>	<i>Bilancia Partite correnti '08 % PIL</i>	<i>Bilancia Partite correnti '04-'08 % PIL</i>
Bulgaria	3,1	2,9	-20,5	-15,2
Croazia	-2,6	-2,2	-10,8	-7,8
Moldova	-0,1	0,3	-12,8	-9,9
Polonia	-2,0	-3,6	-5,9	-3,7
Rep. Ceca	-2,0	-2,5	-2,8	-2,9
Romania	-4,8	-2,5	-15,3	-10,6
Serbia	-2,1	-1,3	-18,4	-13,7
Slovacchia	-2,5	-3,2	-4,9	-6,7
Slovenia	-0,1	-0,2	-5,8	-3,5
Ucraina	-1,2	-1,6	-6,3	0,3
Ungheria	-3,4	-5,9	-5,2	-6,3

Fonte: Business Monitor International

Le dinamiche sopra richiamate relative al meccanismo di crescita regionale, si sono composte con: a) diversi mix di politica macroeconomica e diversi assetti di supervisione del sistema bancario; b) diverse possibilità e scelte relativamente al finanziamento dei deficit delle partite correnti; c) diversi livelli di progresso nei processi di riforma (in particolare per quanto riguarda le riforme con impatto sulla spesa pubblica) e diversi livelli di capacità di governance. Ne è risultata una gamma di strategie di crescita nazionali – spesso implicite – che sono risultate più o meno sostenibili.

In alcuni paesi politiche fiscali restrittive o prudenziali hanno contribuito a limitare il deficit di bilancio e a contenere la crescita dei consumi e dell'indebitamento delle famiglie (alimentato dall'espansione del credito interno). In altri paesi il settore privato ha accumulato livelli alti di indebitamento estero,

incluso l'indebitamento delle famiglie in divise estere tramite il finanziamento bancario che, in alcuni casi, ha alimentato un significativo aumento del volume dei mutui. In paesi come Bulgaria e Romania la rapida crescita degli investimenti nel periodo 2003-2006, alimentata sia dagli investimenti diretti esteri sia con il ricorso al credito interno, si è tradotta in un aumento del deficit delle partite correnti (vedi tabella 6).

TABELLA 6 – DEBITO ESTERO E SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

	<i>Stock di Debito estero % Pil</i>	<i>Stock del Debito estero a breve % Pil</i>	<i>Debito estero privato non garantito % Pil</i>	<i>Stock del Debito estero a breve % Riserve valutarie</i>
Bulgaria	108,6 (64,5)	62,4 (22,7)	72,2 (27,4)	167,4 (63,0)
Croazia	94,5 (87,6)	13,6 (9,2)	72,7 (49,0)	57,7 (50,9)
Moldova	64,9 (72,4)	42,5 (19,6)	48,9 (18,2)	86,2 (108,2)
Polonia	60,5 (51,5)	15,1 (9,8)	42,9 (28,5)	97,6 (72,1)
Rep. Ceca	34,2 (36,8)	13,2 (13,0)	30,2 (31,2)	69,6 (54,2)
Romania	59,0 (39,3)	25,9 (4,1)	67,6 (14,6)	88,8 (39,1)
Serbia	64,2 (58,1)	4,8 (4,1)	42,1 (18,2)	12,1 (19,4)
Slovacchia	58,9 (56,4)	23,1 (20,2)	46,3 (40,0)	96,4 (58,9)
Slovenia	113,5 (75,3)	30,8 (10,0)	21,0 (8,1)	6,0 (251,9)
Ucraina	61,6 (45,7)	15,9 (15,8)	53,3 (27,0)	90,4 (112,2)
Ungheria	109,2 (68,5)	11,8 (10,8)	87,2 (55,8)	55,2 (69,7)

I valori si riferiscono alle stime per il 2008, tra parentesi i valori corrispondenti per il 2004
 Fonte: Business Monitor International; statistiche delle Banche Centrali

Alcuni paesi hanno evidenziato deficit fiscali rilevanti, finanziati spesso mediante accesso al credito estero e una concomitante riduzione delle riserve in divise estere. D'altra parte, vi sono paesi nella regione che hanno attuato severe politiche economiche e mantenuto livelli di riserve valutarie alti. Ad ogni modo, come sottolineato da più analisti, il debito pubblico (sia nella sua componente nazionale che in quella estera) è sotto controllo e in ogni modo coperto da garanzie.

Gli effetti di strategie di crescita divergenti possono essere visti anche mediante l'approccio della scomposizione del PIL dal lato della domanda (spesa) (vedi tabella 7). Nelle economie aperte la spesa sul PIL è composta da 4 principali elementi di contabilità nazionale: il consumo delle famiglie (C), la spesa privata per

investimenti lordi (I), il consumo pubblico (G) e le esportazioni nette più la variazione delle scorte. Possiamo vedere che i paesi al momento in condizioni migliori per affrontare la crisi hanno livelli relativi bassi di consumo privato ed esportazioni nette; in due casi specifici detti paesi risultano essere esportatori netti. In altre parole, quando risparmi nazionali finanziano/coprono la domanda di investimenti e i consumi privati non sono eccessivamente alimentati dal credito interno, la crescita si rivela sostenibile.

TABELLA 7 - STRUTTURA DEL PIL DAL LATO DELLA DOMANDA

% PIL	G		C		I		NX		S	
	<i>media</i>		<i>media</i>		<i>media</i>		<i>media</i>		<i>media</i>	
	2004-2008	2008	2004-2008	2008	2004-2008	2008	2004-2008	2008	2004-2008	2008
Bulgaria	9,2	8,5	77,3	75,7	26,5	32,1	-18,4	-23,3	8,1	8,8
Croazia	20,2	19,4	56,4	56,1	29,4	30,7	-8,7	-8,46	20,7	22,3
Moldova	19,6	21,6	91,2	92,2	28,3	34,1	-43,8	-50,8	-15,5	-16,7
Polonia	17,6	17,1	62,0	59,9	20,4	23,7	-1,3	-1,9	19,1	21,8
Rep. Ceca	20,9	19,4	48,8	47,5	24,7	24,1	3,2	5,1	27,9	29,2
Romania	7,9	7,7	77,0	73,5	26,9	33,3	-11,6	-12,6	15,2	20,7
Serbia	19,0	17,3	74,5	75,3	19,9	20,4	-23,0	-23,4	-3,1	-3,0
Slovacchia	18,3	17,2	56,8	56,5	25,8	25,9	-3,1	-2,4	22,7	23,5
Slovenia	18,5	17,9	52,7	52,8	26,3	27,6	2,9	3,6	25,5	25,8
Ucraina	7,1	7,1	69,4	71,5	25,0	28,9	-1,5	-7,5	23,6	21,4
Ungheria	9,9	9,7	66,2	65,3	21,9	21,5	0,2	2,4	22,1	23,9

Legenda; C = Consumi pubblici; C = Consumi privati; I = Investimenti fissi lordi; NX = Esportazioni nette di beni e servizi; S = Risparmi nazionali

Fonte: Business Monitor International; statistiche delle Banche Centrali, Economist Intelligence Unit

Al contrario, quando livelli relativamente alti di consumo si compongono con livelli relativamente alti di investimento e bassi livelli di risparmio nazionale (Bulgaria, Romania ed Ucraina, per non parlare di Serbia e Moldova) la crescita non sembra sostenibile nel medio termine. Rispetto a questa prospettiva l'Ungheria appare come un outlier.

Ogni sistema economico è interessato alla crisi, ma alcuni paesi non presentano problemi interni strutturali, di governance o di politica economica (vedi tabella 8) e la crisi li riguarda soprattutto in termini di congiuntura sfavorevole; questi paesi non necessitano di misure 'eccezionali' di risposta. Ciò significa che le

situazioni di vulnerabilità dipendono in modo sostanziale dalle condizioni interne. Paesi come la Polonia, la Slovacchia, la Rep. Ceca, anche se registreranno una stagnazione o una recessione durante l'anno in corso, dovrebbero gestire con relativo agio gli effetti della crisi. Altri paesi, invece, sono esposti a rischi associati a squilibri, indebitamento e vulnerabilità finanziaria¹ in diverse combinazioni.

TABELLA 8 – PROGRESSO NELLA TRANSIZIONE E NELLA CAPACITÀ DI GOVERNANCE

	<i>Bulgaria</i>	<i>Croazia</i>	<i>Moldova</i>	<i>Polonia</i>	<i>Rep. Ceca</i>	<i>Romania</i>	<i>Slovacchia</i>	<i>Slovenia</i>	<i>Serbia</i>	<i>Ucraina</i>	<i>Ungheria</i>	CEE NSM-5*
GP	4	3,33	3,00	3,33	4,00	3,67	4	3	2,67	3	4	3,67
PP	4	4,33	4,00	4,33	4,33	3,67	4,33	4,33	3,67	4	4,33	4,33
GRI	2,67	3	2,00	3,67	3,33	2,67	3,67	3	2,33	2	3,67	3,47
LP	4,33	4	4,00	4,33	4,33	4,33	4,33	4	4	4	4,33	4,26
CC	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	3,67	4,33	4,33	4,33
PC	3	2,67	2,33	3,33	3,00	2,67	3,33	2,67	2	2,33	3,33	3,13
BI	3,67	4	3,00	3,67	4,00	3,33	3,67	3,33	3	3	4	3,73
NB	3	3	2,00	3,67	3,67	3,00	3	3	2	2,67	4	3,47
I	3	3	2,33	3,33	3,33	3,33	3	3	2,33	2,33	3,67	3,27
Tot.	3,56	3,52	3,00	3,78	3,81	3,44	3,74	3,41	2,85	3,07	3,96	3,74
GOV	2,44	1,89	0,93	2,59	2,82	2,05	2,71	3,21	1,74	1,16	2,9	3,75

* CEE NSM-5: Repubblica Ceca; Ungheria; Polonia; Slovacchia; Slovenia.

GP = Privatizzazioni di massa; PP = Privatizzazioni su piccola scala; GRI= Ristrutturazioni aziendali; LP = Liberalizzazione dei prezzi; CC = Commercio estero e regime valutario; PC = Politica della concorrenza; BI = Riforma del settore bancario e liberalizzazione dei tassi di interesse; NB = Mercati dei titoli ed istituzioni finanziarie non-bancarie; I = Riforme delle reti infrastrutturali (FreedomHouse - Nation in Transit 2009)

GOV = media di 4 indicatori direttamente ed indirettamente correlati alla *governance* (governance a livello nazionale e locale; quadro legislativo ed indipendenza della magistratura, corruzione) riscalata in modo da permettere il confronto con gli indici precedenti.

Fonte: EBRD Transition Report 2008:

I dati per la Repubblica Ceca si riferiscono al 2007, in quanto il paese non è stato incluso nel Transition Report 2008, essendo oramai la Repubblica Ceca considerata un'economia avanzata

¹ Va osservato che alcuni degli squilibri, esacerbati dalla crisi, vanno considerati in un'ottica intertemporale come una fase funzionale per la crescita di lungo periodo. Come sottolinea Rahman (2008), se i deficit di parte corrente si ampliano per l'aumento degli investimenti fissi (in presenza di un risparmio nazionale stabile o non in contrazione), tali deficit implicano una maggiore capacità produttiva nel futuro e quindi anche maggiore solvibilità.

A partire dall'anno in corso gli squilibri di parte corrente e le pressioni inflattive dovrebbero comunque ridimensionarsi, grazie alla contrazione della domanda interna ed a prezzi internazionali più bassi delle materie prime. Per quanto riguarda i rischi connessi alla vulnerabilità finanziaria, bisogna sottolineare che i paesi membri UE della regione beneficiano di un forte *anchor effect* comunitario dato dal robusto quadro regolamentativo del settore bancario a cui si è affiancato l'impegno dei principali gruppi bancari europei.

Con lo svilupparsi della crisi i processi di deglobalizzazione e di cosiddetto *deleverage* sembrano irrefrenabili. Ma se i flussi totali di capitale sono scomposti nelle loro componenti principali, si possono osservare alcuni elementi distintivi assai rilevanti.

Sebbene i flussi totali di capitale privato verso le economie emergenti dell'area europea si contrarranno nell'anno in corso dell'88% (secondo quanto riportato in un recente rapporto previsionale dell'Institute of International Finance's), crollando da 250,2 miliardi di dollari a 30,2 miliardi, gli investimenti diretti esteri si contrarranno solo del 21%, passando da 69 miliardi di dollari a 54,1 miliardi di dollari.

La resilienza/resistenza dei flussi di IDE non sorprende se si considera l'elevato livello di integrazione produttiva nell'UE-27 e tra l'UE-27 e le altre economie emergenti dell'area europea raggiunto attraverso attività produttive internazionali verticalmente integrate. Anche nel 2008 (vedi tabella 9), mentre i segnali della crisi si facevano più evidenti, i flussi di IDE in entrata hanno dimostrato una notevole resilienza in raffronto alla volatilità degli investimenti di portafoglio: il cambiamento percentuale medio annuo è stato per gli IDE del -5,0%, mentre gli investimenti di portafoglio hanno registrato una contrazione del 24,1%.

Anche in quei paesi in cui i punti di forza strutturali sono nettamente più importanti dei punti di debolezza dovuti al ciclo economico, decise iniziative di politica economica ed un impegno sostanziale da parte delle istituzioni sia nazionali che internazionali sono una precondizione per gestire gli effetti della crisi.

TABELLA 9 – FLUSSI DI IDE E INVESTIMENTI DI PORTAFOGLIO

	<i>IDE in entrata (Var. % annua '08/'07)</i>	<i>IDE in entrata nel 2008 (mln €)</i>	<i>Investimenti di portafoglio nel Paese (Var. % annua '08/'07)</i>	<i>Investimenti di portafoglio nel Paese</i>	
				<i>Direzione dei flussi</i>	
				<i>2007</i>	<i>2008</i>
Bulgaria	-27,4%	6.150	-24,9%	<i>DisInvestimento</i>	<i>DisInvestimento</i>
Croazia *	-11,7%	2.177	-7,9%	<i>Investimento</i>	<i>Investimento</i>
Moldova *	85,9%	378	-657,1%	<i>Investimento</i>	<i>DisInvestimento</i>
Polonia *	-18,3%	9.278	-125,6%	<i>DisInvestimento</i>	<i>Investimento</i>
Rep. Ceca	-4,1%	7.357	-106,7%	<i>Investimento</i>	<i>DisInvestimento</i>
Romania	24,4%	9.024	-192,6%	<i>Investimento</i>	<i>DisInvestimento</i>
Serbia	-13,5%	2.045	-114,5%	<i>Investimento</i>	<i>DisInvestimento</i>
Slovacchia	-2,3%	1.505	479,5%	<i>Investimento</i>	<i>Investimento</i>
**					
Slovenia	17,6%	1.235	-39,8%	<i>Investimento</i>	<i>Investimento</i>
Ucraina	16,0%	7.303	-122,2%	<i>Investimento</i>	<i>DisInvestimento</i>
Ungheria *	-12,60%	2.241	653,0%	<i>Investimento</i>	<i>DisInvestimento</i>

* Gennaio-settembre

** Gennaio-novembre

Fonte: Statistiche delle Banche centrali

La sezione principale del progetto, di cui questa analisi costituisce l'introduzione generale, è dedicata al monitoraggio delle misure di sostegno alle piccole e medie imprese. Il monitoraggio considererà tuttavia il quadro generale delle azioni e delle iniziative di politica economica, sociale, fiscale, ecc., poiché è chiaro che interventi parziali o scoordinati si riveleranno inefficaci. Anche se non c'è accordo, dato l'obiettivo del miglioramento del business environment, sulla appropriatezza di misure verticali di politica industriale (per esempio supporto a settori/imprese chiave) rispetto a misure orizzontali di politica industriale, vi è un ampio consenso sul fatto che qualsiasi misura di politica industriale sarà efficace a condizione di essere parte di pacchetti composti da misure di protezione del reddito disponibile delle famiglie, misure di stimolo fiscale (agevolazioni fiscali; investimenti pubblici; spesa pubblica previdenziale ed assistenziale) e interventi atti a ristabilire la fiducia degli operatori nei confronti del sistema bancario-finanziario.

Tuttavia, proprio la crisi rappresenta in se stessa un vincolo per le future iniziative di politica economica, in quanto entrate di bilancio inferiori restringeranno lo spazio per voci straordinarie di spesa. Quindi i paesi dell'area, sia membri che non membri dell'Unione Europea, tranne poche eccezioni, non saranno in condizione di attuare sostanziose politiche fiscali di stimolo alla domanda nel medio termine senza incorrere in un aumento del deficit di bilancio².

Un altro rischio è il cosiddetto *short termism*, a dire il rischio di un eccessivo focus sulle risposte immediate alla crisi a scapito dell'impegno nei confronti di riforme più impegnative che affrontino le problematiche di lungo termine, come l'invecchiamento della forza lavoro e il gap di produttività.

Considerato quanto detto sinora, possono essere individuate alcune parole chiave in relazione allo scenario di crescita del dopo crisi.

(Nuova) Strategia di Crescita. La ripresa sarà probabilmente guidata dalle esportazioni e dagli investimenti. Non sarà più possibile una crescita guidata dai consumi via l'afflusso di capitale generatore di debito, in quanto la distruzione della liquidità in eccesso ha ristabilito una situazione virtuosa di concorrenza per fonti di finanziamento limitate che favorirà – dal lato macroeconomico – i paesi con fondamentali economici forti, la convergenza reale e le riforme e – dal lato microeconomico – competitività, capitali produttivi, innovazione. I risparmi nazionali, con ogni probabilità, diventeranno di nuovo la fonte principale per il finanziamento degli investimenti e i settori orientati alle esportazioni avranno il poco piacevole doppio compito di generare risparmi interni via i ricavi delle esportazioni ed affrontare una domanda internazionale molto più selettiva e con minore possibilità di assorbire la loro produzione.

Quei paesi che nella decade passata hanno operato per rafforzare la competitività internazionale del settore delle imprese, raggiungendo un grado relativamente elevato di diversificazione commerciale e diminuendo un gap di

² A tale proposito va notato come la posizione dell'UE sia piuttosto cautelativa, in quanto i leader di molti paesi membri hanno espresso il timore che un aumento della spesa potrebbe stimolare la crescita del debito e stimolare la dinamica inflativa. Il Recovery Plan dell'UE è stato adottato a dicembre e modificato a fine marzo alla vigilia del summit dei G-20. Esso consiste di componenti nazionali e comunitarie.

produttività nei confronti dell'Europa occidentale ancora importante, avranno una maggiore chance di superare questa doppia sfida. La composizione merceologica delle esportazioni e la struttura produttiva nei settori orientati all'esportazione, la capacità di spostarsi su nuovi prodotti (upgrade qualitativo e valori superiori per unità di prodotto nel settore manifatturiero) e la capacità di avvicinarsi alla frontiera tecnologica sono tutti elementi correlati al futuro scenario di crescita.

(Maggiore) Selettività. Gli investitori stranieri vorranno molto più che in passato discriminare tra mercati ed economie con sufficiente o insufficiente attrattiva e solvibilità. Solo il primo gruppo rientrerà nel club dello "sviluppo ed integrazione". Se la domanda globale rimarrà debole in termini di volumi, potrebbe non esserlo in termini di valori, soprattutto se il "paradigma della selettività" si applicherà anche ad una nuova filosofia produttiva.

(Minore) Convergenza. Come evidenziato nella tabella 10, i differenziali medi di crescita tra la maggior parte dei paesi considerati nei confronti dell'area dell'Europa a 15 dovrebbe dimezzarsi nel biennio 2009-2010. Una regola del pollice spesso indicata dagli analisti mostra che, se il differenziale di crescita si pone al di sotto di due punti percentuali, il processo di catching-up³ rallenta fino a fermarsi. Cionondimeno questa prospettiva interesserà solo alcuni paesi, mentre il gruppo dei nuovi stati membri dell'Europa centro-orientale, in base alle più recenti proiezioni del FMI, ristabilirà il differenziale di due punti percentuali con l'area dell'Euro già nel 2010. In sintesi, differenze significative tra le economie della regione si tradurranno in percorsi di catching-up divergenti, mentre la regione nel suo complesso dovrebbe posizionarsi nella decade corrente ('09-'18) attorno a un tasso di crescita medio più basso di due punti percentuali rispetto al decennio precedente.

³ L'effetto di catch-up, appartiene alla teoria della convergenza e può essere anche reso come "effetto da recupero". In sintesi le economie povere ed emergenti tendono a crescere a tassi più alti di quelle dei paesi sviluppati in quanto possono sfruttare da *follower* il gap tecnologico, produttivo ed istituzionale adottando soluzioni tecnologiche e know-how già testati. Questo incremento di capitale (tecnologico, umano ed istituzionale) permette una accelerazione del tasso di crescita via un rapido aumento della produttività e del reddito pro capite che nel lungo periodo convergono verso i livelli dei paesi sviluppati.

**TABELLA 10 – CRESCITA DEL PIL: SI RICOSTITUISCE IL DIFFERENZIALE
NEI CONFRONTI DELL' EURO-ZONA?**

(%)	<i>Crescita del PIL 2009 Media Forecast*</i>	<i>Crescita del PIL 2009 Media Forecast*</i>	<i>Differenziale di crescita vs Euro-zona 2009</i>	<i>Differenziale di crescita vs Euro-zona 2010</i>
Bulgaria	-0,7	1,3	1,3	1
Croazia	-1,8	1,1	0,2	0,8
Moldova	-0,9	2,5	1,1	2,2
Polonia	0,3	2,4	2,3	2,1
Rep. Ceca	-1,2	1,7	0,8	1,4
Romania	-1,7	0,9	0,3	0,6
Serbia	-1,2	1,1	0,8	0,8
Slovacchia	0,3	1,9	2,3	1,6
Slovenia	-0,4	1,9	1,6	1,6
Ucraina	-7,4	1,6	-5,4	1,3
Ungheria	-3,6	0,6	-1,6	0,3

* La media dei forecast è una media semplice delle proiezioni

Fonte: Proiezioni Business Monitor International; Economist Intelligence Unit; IMF; WIIW

Bibliografia selezionata

Árvai Z.; Driessen K.; Ötker-Robe Í. – “Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion Within Europe”, IMF Working Paper, WP/09/6, January 2009.

Corley M.; Hong P.; Vos R. - “Massive, global coordinated fiscal stimulus is needed: going from the drawing board to swift action”, United Nations Department of Economic and Social Affairs, UN-DESA Policy Brief No.11, January 2009.

Darvas Z.; Pisani-Ferry J. – “Avoiding A New European Divide”, Bruegel Policy Brief, Issue 2008/10, December 2008.

IFF – “Capital Flows to Emerging Market Economies”, Institute for International Finance, January 2009.

IMF – “Global Economic Slump Challenges Policies”, World Economic Outlook Update, January 2009.

Maechler A. M.; Lian Ong L. - “Foreign Banks in the CESE Countries: In for a Penny, in for a Pound?”, IMF Working Paper, WP/09/54, March 2009.

Nemény J. – “Contagion and Vulnerability – The Waves of Global Rebalancing in CEE”, WIIW Round Table on the “Global Imbalances and Consequences for Transition Countries”, 27 march 2008, Vienna.

Rahman J. – “Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess and EU-Phoria”, IMF Working Paper, WP/08/92, April 2008.

WIIW – “WIIW Forecast for Central, East and Southeast Europe, Kazakhstan and China: Differentiated Impact of the Global Crisis”, Press Release, March 2009.

World Bank – “Global Economic Prospects 2009 – Forecast Update”, DEC Prospect Group – World Bank, March 2009.