

Osservatorio

Economie reali e politiche per le imprese
nei Paesi dell'Europa centrale e sud-orientale

La crisi e l'Europa dell'Est: raggiunto l'apice il nuovo scenario stenta a comporsi

Settembre 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

I dati al momento disponibili, relativi alla dinamica del PIL nel secondo trimestre nei paesi monitorati da questo Osservatorio, hanno corroborato le analisi macroeconomiche che ponevano a metà anno il picco della recessione. Il dato sulla **crescita tendenziale** a 12 mesi del secondo trimestre (v. Tabella 1) è risultato migliore solo in 4 economie sulle 11 monitorate dall'Osservatorio: Polonia, Slovacchia, Croazia ed Ucraina, anche se in quest'ultimo caso si tratta di valori medi sul semestre vicini ai 20 punti percentuali. Il peggioramento del dato sulla crescita è stato invece più evidente in Romania, Moldova, Bulgaria ed Ungheria.

Le economie emergenti dell'Europa Orientale infatti scontano - a differenza delle economie emergenti dell'America Latina e dell'Asia che possono contare o su una significativa crescita endogena (in primis i cosiddetti BRIC: Brasile, Russia, Cina ed India) o su importanti mercati di riferimento in ripresa come Stati Uniti e Giappone - la forte integrazione economica e finanziaria con l'Europa Occidentale la cui ripresa appare essere fiacca. Quindi per l'Europa Orientale nel suo complesso lo *spill-over* del trend globale attuale risulterà ritardato e smorzato.

**Tabella 1 – L'andamento del settore reale e del commercio
nel primo semestre 2009**

	PIL		Prod. industriale		Occupati		Comm. dettaglio		Export		Import	
	a	b	A	b	a	b	a	b	a	b	a	b
Bulgaria	-3,5	-4,2	-17,6	-18,9	-0,3	-1,1	-8,8	-11,6	-26,8	-30,2	-29,9	-36,1
Croazia	-6,7	-6,5	-13,3	-10,2	-0,1	-1,1	-16,6	-16,9	-15,4	-18,8	-23,9	-27,5
Moldova	-6,9	-7,8	-19,8	-24,9	-5,5	-5,8	-6,7	-6,9	-18,2	-20,7	-25,2	-35,8
Polonia	0,8	1,1	-10,0	-5,1	-0,4	-0,3	-1,4	-0,8	-17,1	-22,5	-20,0	-30,6
Rep. Ceca	-3,4	-3,7	-19,0	-18,5	0,3	-0,5	-1,2	-1,5	-19,0	-19,2	-20,0	-21,2
Romania	-6,2	-7,5	-13,1	-10,8	-6,1	-3,4	-13,2 ^a	-15,1 ^a	-19,0	-21,3	-34,5	-36,6
Serbia	-3,5	-4,1	-16,9	-17,4	-0,6	n.d.	-11,7	-8,6	-23,8	-23,0	-25,7	-30,0
Slovacchia	-5,6	-5,4	-23,3	-23,1	-0,4	-0,8	-10,6	-10,9	-29,5	-28,3	-27,8	-29,5
Slovenia	-8,5	-8,9	-20,8	-21,4	-0,2	-0,9	-1,8	-6,2	-22,5	-23,0	-26,8	-30,0
Ucraina	-21,3	-18,0	-31,9	-31,1	n.d.	n.d.	-11,5	-15,2	-38,6	-44,1	-47,5	-52,0
Ungheria	-6,1	-6,8	-22,3	-22,5	-3,0	-3,7	-4,6	-3,5	-26,3	-25,5	-28,5	-30,4

a - Variazione % annua I trimestre 2009 rispetto al I trimestre 2008;

b - Variazione % annua I semestre 2009 rispetto al I semestre 2008

Fonte: Eurostat; Uffici di Statistica Nazionali; Banche Nazionali

L'andamento della **produzione industriale** nel secondo trimestre ha registrato – sempre in termini di decelerazione della contrazione – un lieve miglioramento, con una diminuzione del tasso negativo di crescita di quasi cinque punti percentuali in Polonia, seguita da Croazia, Romania, Ucraina e Slovacchia. Nel caso dell'Ucraina, si tratta sempre di tassi di contrazione significativamente più alti degli altri paesi e, nel caso della produzione industriale, superiori ai 30 punti percentuali. Come sottolineato da una recente analisi di Unicredit, il settore manifatturiero nel suo complesso sta registrando una recessione più intensa, ma non molto più intensa, dell'UE-15 e a marzo, secondo una analisi di luglio dell'istituto austriaco WIIW, Repubblica Ceca, Polonia, Slovacchia, Romania e Croazia mostravano un andamento dei **nuovi ordinativi** – indicatore delle prospettive di crescita del manifatturiero nel breve e medio termine – superiore a quello dell'UE-15 considerando come base il mese di luglio 2008.

**Tabella 2 – Andamento dei numeri indice
dei nuovi ordinativi nel settore manifatturiero**

<i>Settembre 2008=100</i>	<i>gennaio</i>	<i>febbraio</i>	<i>marzo</i>	<i>aprile</i>	<i>maggio</i>	<i>giugno</i>	<i>Luglio</i>
Unione Europea a 15	76,0	75,4	76,3	75,3	74,8	78,9	82,3
Polonia	86,1	82,3	84,7	80,5	81,8	74,9	79,9
Repubblica Ceca	83,7	84,9	84,9	81,2	80,5	85,3	82,0
Slovacchia	74,8	74,8	76,9	75,4	72,8	76,1	75,3
Slovenia	83,2	82,4	76,7	74,6	71,9	69,1	66,8
Ungheria	76,8	68,8	82,8	72,6	68,5	77,5	77,5
Bulgaria	79,4	66,5	68,3	72,3	66,5	72,1	72,4
Romania	73,5	80,3	77,6	79,7	80,5	79,3	77,4
Croazia	200,3	88,3	84,0	79,8	72,6	67,1	-

Fonte: Elaborazione ASRI (Area Studi e Ricerche ISDEE di Informest) su dati Eurostat – *EuroIndicators*

Rifacendo lo stesso esercizio con i dati aggiornati e disponibili sino al mese di luglio ed utilizzando come base il mese di settembre 2008, si osserva (v. Tabella 2) che la dinamica osservata dal WIIW nel primo semestre si è andata esaurendo nel corso del secondo trimestre, ed a giugno una dinamica degli ordinativi superiore (celle in grigio) a

quella dell'UE-15, si osservava solo per la Repubblica Ceca e la Romania, mentre nessuno dei paesi monitorati la registrava a luglio.

Va quindi generalizzato lo stesso giudizio che il WIIW riservava per gli altri paesi nell'analisi di luglio: nessun segnale di miglioramento delle prospettive o perlomeno nessun segnale di facile lettura che renda possibile identificare un trend. Tale giudizio è corroborato da una stessa ricognizione visiva dell'andamento delle variazioni congiunturali (mese su mese) dei nuovi ordini (v. Tabella 3): il pattern delle variazioni positive appare completamente destrutturato, con variazioni piuttosto pronunciate che stanno ad indicare una forte variabilità.

Per quanto riguarda l'andamento dei **singoli rami del manifatturiero**, sempre da una analisi di Unicredit risulta che Polonia, Repubblica Ceca e Romania, in particolare, registrano valori sensibilmente più critici rispetto ai vecchi Stati Membri solo nella metallurgia nel caso polacco e ceco, nella metallurgia, chimico-farmaceutico e tessile-abbigliamento per la Romania. L'Ungheria presenta criticità comparativamente più alte nel tessile-abbigliamento, nel mobile e nel comparto dei mezzi di trasporto. La Bulgaria presenta tra i paesi analizzati situazioni di difficoltà in gran parte dei settori del manifatturiero, nella metallurgia, nel chimico-farmaceutico e nella meccanica.

**Tabella 3 – Andamento congiunturale dei nuovi ordinativi
nel settore manifatturiero**

<i>Var. % mese su mese</i>	<i>Gennaio</i>	<i>febbraio</i>	<i>marzo</i>	<i>aprile</i>	<i>maggio</i>	<i>giugno</i>	<i>luglio</i>
Unione Europea a 15	-5,28	-0,89	1,26	-1,26	-0,75	5,58	4,22
Repubblica Ceca	-1,99	1,41	-0,05	-4,29	-0,85	5,89	-3,83
Ungheria	12,93	-10,43	20,25	-12,32	-5,64	13,23	0
Polonia	-3,8	-4,44	2,86	-4,9	1,57	-8,44	6,74
Slovenia	-5,26	-1,01	-6,96	-2,67	-3,6	-3,91	-3,35
Slovacchia	-5,72	0,09	2,73	-1,96	-3,38	4,46	-1,06
Bulgaria	1,74	-16,29	2,8	5,86	-8,11	8,43	0,43
Romania	-14,26	9,29	-3,3	2,71	0,92	-1,42	-2,39
Croazia	128,01	-55,92	-4,82	-5	-9	-7,61	n.d

Fonte: Elaborazione ASRI su dati Eurostat – *EuroIndicators*

Il dato sull'**occupazione** ha registrato invece un lieve peggioramento, risultante dell'effetto composto di una serie di ammortizzatori e misure di difesa dell'occupazione messe in atto nei primi mesi dell'anno in diversi paesi; solo la Romania ha registrato una variazione trimestrale tendenziale inferiore a quella del primo trimestre. Il commercio al dettaglio ha continuato a deprimersi in tutti i paesi monitorati con l'eccezione della Serbia e in particolare della Polonia, dove la contrazione a livello semestrale è stata inferiore al punto percentuale.

I dati sull'**interscambio** hanno visto nei primi sei mesi dell'anno le esportazioni dei paesi monitorati contrarsi del -25,1% in media semplice (-23,8% nei primi tre mesi), con Serbia, Slovacchia e Ungheria unici tre paesi a registrare una decelerazione della contrazione dei flussi in uscita; le importazioni dei paesi monitorati si sono contratte del -32,7% in media semplice (-28,2% nei primi tre mesi) e in tutti i paesi il dato del secondo trimestre è risultato più negativo che nel primo.

In assenza di un significativo miglioramento della domanda aggregata nell'UE-15 il cui PIL nel terzo trimestre dovrebbe ristagnare¹, la ripresa sarà debole e solo le economie meglio posizionate in termini di competitività dovrebbero riuscire ad avvantaggiarsene, a dire la Polonia, la Repubblica Ceca e la Slovacchia. Paesi invece con significativi deficit esterni e/o sofferenze bancarie rilevanti e/o regimi di cambio fisso o regolato dovranno confrontarsi ancora con la recessione e in particolare con l'aumento dei tassi di disoccupazione, per ora calmierati dai sussidi governativi.

Al momento sono le variabili nominali a evidenziare una apprezzabile stabilità con **inflazione** e **tassi di cambio** ritornati in linea con i trend di medio-lungo periodo, anche se permangono i rischi di improvvise svalutazioni nei paesi con regimi di cambio fisso o regolato. I mercati finanziari si sono stabilizzati ed i premi sul rischio per l'area si sono significativamente contratti. Queste condizioni sono sufficienti per rendere le politiche monetarie meno rigide, come in effetti sta avvenendo in vari paesi, tuttavia una persistente debolezza dell'attività del sistema bancario ed il forte indebitamento in

¹ L'area dell'Euro dovrebbe registrare nel terzo trimestre una crescita dello 0,3%, mentre l'area dell'UE-15 dovrebbe attestarsi attorno al 0,0-0,1% considerando che l'Inghilterra dovrebbe registrare una contrazione del -1,0%.

valuta estera delle economie stanno a significare il probabile modesto effetto di un abbassamento dei tassi di interesse interni.

LA “CRISI ASIATICA” DELL’EUROPA DELL’EST: UNA CHIAVE DI LETTURA IMPROPRIA

A distanza di un anno dall’inizio della diffusione della crisi finanziaria globale e dopo nove mesi di sviluppo della stessa nei paesi dell’Europa Orientale è oramai acquisito che per l’area è improprio parlare di “crisi asiatica”².

I paesi dell’area non stanno seguendo la stessa evoluzione anche se alcune delle “condizioni iniziali” (rilevanti deficit di parte corrente; debito estero alto con una quota significativa di indebitamento a breve; incongruenze (*mismatch*) valutarie sui prestiti esteri; rilevanti afflussi di capitale estero; forte espansione del credito al settore privato) erano più che soddisfatte nel 2008 (ma quasi mai contemporaneamente nello stesso paese se si esclude i Baltici).

Ma, come si osservava nel numero iniziale di questo Osservatorio, vi era una importante variabilità della presenza e dell’intensità di tali condizioni tra i paesi monitorati, ma soprattutto il tipo di integrazione con i principali paesi partner commerciali ed investitori era qualitativamente diverso. In particolare, se i deficit di parte corrente erano sovente superiori a quelli pre-crisi dei paesi asiatici e lo stesso dicasi per il debito estero, il rischio legato alla sovra-esposizione in valuta estera – grazie anche ad una dinamica molto vivace ma comparativamente meno intesa del credito alle famiglie ed alle imprese – è considerato più basso proprio per la forte presenza delle banche dell’Europa Occidentale.

Inoltre, vi è un’altra rilevante differenza legata alla **composizione dei flussi di capitale e degli stock risultanti**: se nel 2000 il rapporto medio ponderato tra stock di IDE e PIL per i paesi asiatici era del 16,9%, nel 2007 tale rapporto per i nuovi Stati Membri dell’Europa Centro-Orientale e dei Baltici era pari al 28,2%. Tale valore saliva al 29,7% considerando i due nuovi Stati Membri del 2007, Bulgaria e Romania, i quali

² Con questo termine ci si riferisce alla crisi economica iniziata nel 1997 in Thailandia e diffusasi attraverso i mercati azionari e dei capitali - da cui il termine “*contagion effect*”- in Malesia, Indonesia, Filippine e Corea del Sud.

mostravano un rapporto del 36,2%, mentre per i Balcani Occidentali esso risultava pari al 18,5%. Come si osserva, proprio nel gruppo dei paesi più esposti **la presenza del capitale estero è qualitativamente diversa, più stabile e legata alla riallocazione dei processi produttivi**. Infine, il ruolo delle IFI è stato da subito rilevante, a differenza della crisi asiatica, dove il loro ruolo è stato considerato inadeguato per entità, tempistiche e condizioni troppo stringenti dei prestiti.

IL NUOVO SCENARIO DI CRESCITA (2011): “COME PRIMA MA MENO DI PRIMA”?

I citati segnali di ripresa nel secondo trimestre si sono già riverberati in una correzione al rialzo di alcuni punti percentuali nelle previsioni per il 2010 per l'area OCSE; tuttavia è forte l'incertezza sulla sua sostenibilità.

Tabella 4 – Scenari alternativi di crescita

<p style="text-align: center;">Scenario 1: Deflativo “a L”</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ulteriore contrazione nei prezzi degli asset deprime il settore bancario • Forte espansione della disoccupazione che scoraggia i consumi • Inefficacia delle politiche fiscali e monetarie anti-deflative • Attuazione misure protezionistiche • <i>Stagnazione nel 2010 e oltre</i> 	<p style="text-align: center;">Scenario 2: Ripresa “a V”</p> <ul style="list-style-type: none"> • Il ritorno della crescita rafforza la fiducia di imprese e consumatori • Gli effetti degli stimoli fiscali sono significativi e immediati • La ripresa del mercato finanziario si consolida • <i>I mercati delle economie emergenti si riprendono e incrementano la crescita globale</i>
<p style="text-align: center;">Scenario 3: Ciclo “a doppia V”</p> <ul style="list-style-type: none"> • Crescita sostenuta dalla ricostituzione degli stock e dall'effetto moltiplicatore del commercio mondiale • La domanda finale resta debole: continua il <i>deleverage</i> di banche e famiglie • Aumento brusco dei prezzi materie prime energetiche e non energetiche • <i>Crescita nuovamente debole nel secondo semestre 2010 e nel 2011 dopo un iniziale rimbalzo</i> 	<p style="text-align: center;">Scenario 4: Ripresa “a J rovesciata/uncino”</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lo stimolo fiscale si diffonde nelle economie ma la sua intensità è limitata dai vincoli di bilancio • L'effetto del rilassamento delle politiche monetarie, pur positivo, è condizionato da sistemi bancari ancora fragili. • Crescita graduale della fiducia di famiglie ed imprese • <i>Ripresa lenta nel 2010 che guadagna velocità nel 2011</i>

Fonte: Oxford Economics – World Economic Prospect (September 2009)

Questi segnali possono essere infatti interpretati come indicazione che una situazione di ripresa sostenibile si sta nuovamente ricomponendo, oppure come un

brevissimo intervallo prima di una seconda fase del ciclo recessivo. Gli **scenari alternativi di crescita** sono stati ripetutamente dibattuti in questi mesi e recentemente sono stati efficacemente illustrati da Oxford Economics che considera quattro scenari in ordine di crescita della loro probabilità di realizzazione. Lo scenario di crescita più probabile risulta quello **“a J rovesciata”** o “ad uncino”, proposto inizialmente dall’agenzia di rating Moody’s. D’altronde vari analisti hanno sottolineato i vari effetti di lungo periodo della crisi: tassi più bassi di occupazione, investimento e crescita ridotta della produttività che si traducono in una contrazione duratura dell’output potenziale in assenza di riforme strutturali di medio-lungo periodo. Una componente rilevante della crescita dei due trimestri centrali è stata generata dai pacchetti di stimolo fiscale, mentre la domanda di famiglie ed imprese resta debole. L’aumento della disoccupazione verosimilmente deprimerà sia l’offerta che la domanda di credito al consumo mentre gli investimenti nel manifatturiero continuano ad essere condizionati da una spesa per attrezzature depressa.

In sintesi, capacità produttiva in eccesso, debolezza del settore finanziario ed il deleverage del settore privato che non è ancora terminato fanno indirizzare gli analisti verso uno scenario di ripresa lenta e/o turbolenta. In questo scenario l’Asia rimane la regione a maggior crescita mentre l’economia mondiale nel suo complesso dovrebbe attestarsi al 2,5% attorno al 2010 e raggiungere il 4% nel 2012.

L’**Europa Orientale** verosimilmente – come già anticipato – registrerà nel suo insieme una ripresa ancora più moderata, un **mix tra lo scenario deflativo “a L” e lo scenario “a J rovesciata”**, comunque nettamente al di sotto della crescita potenziale.

Tuttavia, al momento lo scenario “a doppia W” per l’Europa Orientale non può essere escluso per almeno tre fattori di rischio: a) inefficacia dello stimolo fiscale a produrre una ripresa sostenibile in Europa Occidentale e ricaduta nel 2010-2011; b) insufficienza degli afflussi di capitale in contrazione a fronte di rilevanti fabbisogni di finanziamento nel 2009-2010 relativi al servizio sul debito; c) persistenti punti di ambiguità – come recentemente rilevato dalla BERS – relativamente alla situazione del

portafoglio di una serie di istituti bancari europei e dei loro investimenti anche in Europa Orientale.

Saranno comunque rilevanti le differenze tra paesi e sub-aree, con percorsi di crescita che risulteranno, a nostro avviso, più correlati alla competitività e capacità dei “sistemi paese” nel loro complesso. Le scelte relative alle politiche strutturali e le caratteristiche politiche, istituzionali e socio-economiche dei paesi influenzeranno la velocità della ripresa. Ad esempio l’apertura delle economie non favorisce l’efficacia delle politiche fiscali espansive durante la ripresa (a meno che vi sia un forte coordinamento tra i paesi per rendere consistenti queste politiche)³, mentre i paesi con regimi di cambio flessibile sembrano più avvantaggiati rispetto a paesi con regime di cambio regolato o fisso, da cui si evince come i Baltici siano in una situazione particolarmente delicata anche per la scelta delle politiche strutturali, mentre Polonia e Romania – economie relativamente meno aperte a cambio flessibile – in questa prospettiva sono meglio posizionate.

Lo scenario della crescita a J rovesciata per l’economia mondiale non va tuttavia inteso come una ricomposizione di un quadro di crescita mondiale sostanzialmente invariato dopo il 2010, ma caratterizzato da tassi meno elevati rispetto al periodo recente (la crescita dell’economia mondiale verosimilmente si stabilizzerà attorno al 5% attorno al 2012). La crisi, infatti, sta determinando una serie di cambiamenti strutturali in termini di peso relativo delle principali aree geoeconomiche (aumento del peso dell’Asia Orientale), di riorganizzazione della domanda e quindi dell’offerta mondiale che si riverbereranno sulla composizione e geografia dei flussi di interscambio di beni, servizi e capitali.

Uno dei cinque punti relativi ai cambiamenti strutturali di tipo qualitativo e quantitativo che interesseranno la ripresa e si riverbereranno sui paesi dell’Europa Orientale, punti elencati nell’introduzione generale della prima edizione di questo Osservatorio, a dire la **ristrutturazione dell’offerta**, è stato recentemente ripreso in un

³ Uno studio del FMI ha stimato che un terzo dell’effetto positivo dato dai programmi di stimolo fiscale sarà dovuto ad effetti di spill-over tra paesi.

intervento pubblicato sul numero di settembre di *Finance and Development* del FMI a firma di Francesco Giavazzi.

La diminuzione della propensione al consumo dell'economia americana, che era responsabile del 16% dell'output mondiale, sarà compensata nel medio e lungo termine dall'aumento del consumo nei BRIC ed in particolare in Cina, in quanto un aumento graduale dei loro consumi, tali da compensare una perdita di consumi (quindi di domanda) pari a circa 3 punti percentuali di PIL statunitense, può essere resa stabile solo attraverso riforme strutturali che aumentino di circa 10 punti percentuali la quota di consumo rispetto al PIL in questi paesi.⁴

La componente meno inerziale nel breve-medio termine dal lato della domanda è quella degli investimenti che si attiveranno quando la percezione del cambiamento strutturale della domanda, il quale inevitabilmente richiederà un aggiustamento dell'offerta via ristrutturazioni e/o riconversioni⁵ (quindi investimenti), sarà sufficientemente diffusa. La sfida sarà anche quella della riconversione della capacità produttiva in eccesso in settori come l'automobile, dove le stesse tecnologie possono trovare forme di impiego alternative.

I paesi dell'Europa Orientale che possono intraprendere queste sfide vedono come capofila la Polonia e quei paesi che risentono di meno delle principali criticità dell'area tra cui la bassa capacità ed attività di R&S e problemi di natura istituzionale, senza dimenticare il declino demografico. In questa prospettiva i Balcani Occidentali, con la parziale eccezione della Croazia, presentano condizioni iniziali sensibilmente meno favorevoli rispetto ai NSM dell'Europa Centro-Orientale.

IL CREDITO ALL'ECONOMIA: CERTAMENTE MENO DI PRIMA

Secondo una recente analisi di Deutsche Bank Research, la qualità degli asset delle banche nell'Europa Orientale continuerà a deteriorarsi fino a metà 2010, in quanto

⁴ Un carattere di temporaneità hanno gli attuali pacchetti di stimolo fiscale che non sono sostenibili nel medio termine, pena il deterioramento dei deficit del bilancio pubblico definito da una analisi di metà settembre dell'Economist Intelligence Unit "senza precedenti" per l'UE-27 (dallo 0,8% del 2007 al -6,5% del 2010) e che quindi non possono essere visti come sostitutivi di una componente della domanda.

⁵ In primis quella dell'industria automobilistica e dell'indotto.

la crescita dei **prestiti non remunerativi** (*non performing loans*) registra in media un ritardo di un semestre rispetto al ciclo economico ed inoltre il credito al settore privato, pur in forte rallentamento, continua a svilupparsi; in Ungheria (12,7%) e Polonia (24,3%) sul periodo gennaio-maggio risultava addirittura in crescita rispetto allo stesso periodo del 2008.

Tabella 5 – Il credito all’economia: la stretta può perdurare nel medio periodo

<i>Variazione % annua del credito all’economia</i>	<i>2005-2006</i>	<i>2007-2008</i>	<i>2009-2010</i>	<i>2011-2012</i>
Bulgaria	24,1%	45,9%	4,1%	10,5%
Croazia	19,0%	12,8%	3,4%	9,0%
Moldova	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Polonia	13,5%	31,3%	5,6%	6,7%
Repubblica Ceca	11,8%	17,0%	11,6%	6,8%
Romania	41,1%	58,5%	18,7%	13,2%
Serbia	21,8%	45,8%	13,5%	14,5%
Slovacchia	25,9%	23,2%	5,1%	6,1%
Slovenia	22,2%	26,9%	5,7%	10,1%
Ucraina	51,9%	76,9%	-8,0%	16,7%
Ungheria	16,2%	15,2%	3,5%	5,5%
Media	22,5%	32,1%	5,7%	9,0%

Fonte: Elaborazione ASRI su dati EIU

In Serbia (17,5%) e in Croazia (4,9%), la contrazione sullo stesso periodo è stata modesta, mentre il rallentamento della crescita risultava accentuato in Romania (8,1%) e in Bulgaria (11,3%). Considerando inoltre che la ripresa dell’economia reale – a dire l’inversione della fase del ciclo – si manifesterà con un ritardo non inferiore ad un semestre nell’UE rispetto agli Stati Uniti, si può apprezzare come la metà del 2010 sia una data ragionevole alla luce dei più recenti dati sulla ripresa che prevedono per l’area OCSE una crescita attorno all’1,2%, mentre nel secondo trimestre il dato di crescita del -0,1% ha segnalato l’inversione del ciclo.

Sempre Deutsche Bank Research, in base ai dati del FMI e a precedenti episodi di forte espansione del credito in economie emergenti, stima che i prestiti non remunerativi raggiungeranno una quota compresa tra il 5% ed il 10% dei prestiti totali in Polonia, Ungheria e Repubblica Ceca, con la Polonia che si avvicinerà al limite superiore di questo intervallo a causa del veloce deteriorarsi dei portafogli aziendali.

Nell'Europa Sud-Orientale - ed in primis in Bulgaria e Romania - tale quota dovrebbe attestarsi tra il 15% ed il 20%. L'Ucraina dovrebbe invece vedere i prestiti non remunerativi rappresentare tra il 30% ed il 45% dei prestiti totali.

Nel frattempo i costi del finanziamento per il sistema delle banche locali sono rimasti alti nonostante che tra marzo ed agosto, come sottolineato in una recente analisi di Unicredit, i CDS (*credit default swap*) hanno visto dimezzarsi il loro rendimento.

IL RUOLO DEGLI IDE NELLA FORMAZIONE DEL CAPITALE

Tabella 6 – L'afflusso di IDE: ritorno ai livelli pre-crisi dopo il 2010

<i>Miliardi di euro</i>	<i>2005-2006</i>	<i>2007-2008</i>	<i>2009-2010</i>	<i>2011-2012</i>
Bulgaria	5,9	10,4	4,8	5,7
Croazia	2,6	4,7	2,1	2,6
Moldova	0	0	0	0
Polonia	15,1	19,8	8,3	15,3
Repubblica Ceca	8,6	10,7	4,8	5,8
Romania	8,9	11,4	7,0	10,5
Serbia	3,6	5,7	2,8	3,9
Slovacchia	3,3	3,3	2,3	3,3
Slovenia	0,6	1,7	0,8	0,9
Ucraina	6,7	10,3	6,0	10,0
Ungheria	7,6	6,2	3,4	5,4
Totale	62,9	84,2	42,3	63,2

Fonte: Elaborazione ASRI su dati EIU

A conferma di quanto osservato in questa sede circa le caratteristiche del quadro macroeconomico che si verrà verosimilmente a comporre nei prossimi anni, il peso del finanziamento estero, in particolare il peso della sua componente meno volatile, nella formazione di capitale fisso rimarrà significativamente inferiore a quello degli anni passati, mentre sarà più importante il ruolo del risparmio nazionale, anche perché le famiglie (e le imprese) necessiteranno di un lungo periodo per ricostituire il valore dei propri attivi.

La quota in media semplice degli investimenti diretti esteri (IDE) sugli investimenti fissi totali dovrebbe passare dal 27,2% del biennio 2007-2008, ad un valore

del 14,8% nel biennio 2009-2010, per poi registrare una moderata ripresa al 16,8% nel biennio successivo.

Tabella 7 – La quota degli IDE sugli investimenti fissi totali si ridimensiona

<i>Quota percentuale</i>	<i>2005-2006</i>	<i>2007-2008</i>	<i>2009-2010</i>	<i>2011-2012</i>
Bulgaria	78,7	76,6	33,7	34,4
Croazia	21,7	27,6	12,8	13,7
Moldova	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Polonia	24,1	19,7	8,9	12,5
Repubblica Ceca	26,6	22,5	10,8	11,1
Romania	31,9	19,1	13,7	17,1
Serbia	60,3	62,9	31,0	33,2
Slovacchia	23,6	15,2	10,4	12,2
Slovenia	6,2	11,6	7,1	7,1
Ucraina	31,2	23,5	20,0	25,5
Ungheria	30,6	20,6	14,4	18,5

Fonte: Elaborazione ASRI su dati EIU