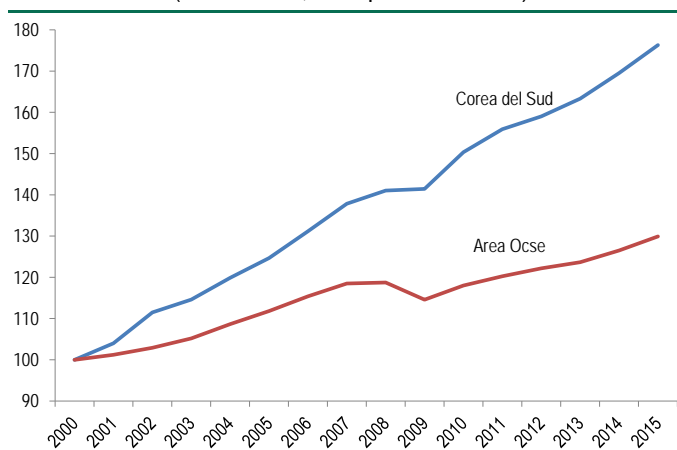


# focus

settimanale del Servizio Studi BNL

## Crescita economica della Corea del Sud e dell'area Ocse

(2000 = 100, Pil a prezzi costanti)



Fonte: dati e previsionj Ocse (Economic Outlook)

Tra il 1990 e il 2013 la **Corea del Sud** ha conseguito un tasso annuo di crescita del 5,2%, quasi due volte e mezzo la corrispondente media Ocse (+2,2%). La continuità e intensità del processo di sviluppo collocano la Corea del Sud ben al di sopra della generalità dei paesi emergenti.

Alla rilevante performance economica della Corea del Sud hanno contribuito molti fattori ma soprattutto la forte proiezione internazionale della sua industria manifatturiera. Tra il 1991-92 e il 2011-12 la quota della Corea del Sud sul totale della **produzione manifatturiera globale** è aumentata di oltre due terzi passando dal 2,4% al 4,1%, quota che colloca questo paese al 5° posto della graduatoria mondiale (dopo la Germania, prima di India e Italia). Rispetto al 1991 le esportazioni sono aumentate di quasi otto volte, le importazioni di sei volte; il valore dell'interscambio totale è ora quasi pari al Pil (la metà nel caso dell'Italia).

Ad una solida realtà industriale si affianca una meno evoluta struttura finanziaria. Il **circuito finanziario** appare tendenzialmente bancocentrico e con una limitata proiezione internazionale.

13

8 aprile

2014

## Corea del Sud: molto più di un paese emergente

S. Carletti ☎ 06-47028440 – [silvano.carletti@bnlmail.com](mailto:silvano.carletti@bnlmail.com)

La Corea del Sud è da tempo una colonna dell'economia asiatica ed uno dei quattro paesi asiatici inclusi nel G20. Tra il 1990 e il 2013 ha conseguito un tasso annuo di crescita del 5,2%, quasi due volte e mezzo la corrispondente media Ocse (+2,2%). La continuità e intensità del processo di sviluppo collocano la Corea del Sud ben al di sopra della generalità dei paesi emergenti. Lo confermano anche gli investimenti esteri: la consistenza di quelli effettuati dalla Corea all'estero è solo di poco inferiore a quella degli investimenti in entrata, differenza in fase di riduzione.

Alla rilevante performance economica della Corea del Sud hanno contribuito molti fattori ma soprattutto la forte proiezione internazionale della sua industria manifatturiera. Lo scorso anno le esportazioni di merci hanno raggiunto i \$560 mld, quasi otto volte il valore del 1991; dal canto loro, le importazioni si sono attestate a \$515 mld (6 volte il dato del 1991). L'intercambio è quindi pari a quasi il 100% del Pil (una percentuale doppia rispetto all'Italia). Tra il 1991-92 e il 2011-12 la quota della Corea del Sud sul totale della produzione manifatturiera globale è aumentata di oltre due terzi passando dal 2,4% al 4,1%, quota che colloca questo paese al 5° posto della graduatoria mondiale (dopo la Germania, prima di India e Italia).

Ad una solida realtà industriale si affianca una meno evoluta struttura finanziaria. Il circuito finanziario appare tendenzialmente bancocentrico e con una limitata proiezione internazionale. L'attività al di fuori del mercato nazionale ha un rilievo solo residuale, tanto sotto il profilo delle attività quanto per i ricavi (in entrambi i casi l'incidenza non arriva alla doppia cifra).

A metà 2013, la somma del debito pubblico e di quello delle famiglie e imprese era pari a circa il 290% del Pil, 70 punti percentuali in più rispetto al 2003. Al totale del 290%, il debito pubblico contribuisce per 40 punti percentuali, le famiglie per circa 90, con il resto (quasi 160 punti percentuali) di competenza delle imprese.

### Una crescita davvero considerevole

Smentendo clamorosamente la profezia formulata dal generale Douglas MacArthur alla fine della guerra di Corea<sup>1</sup> ("A meno di un miracolo, ci vorranno cento anni perché questo Paese si riprenda"), la Corea del Sud è da tempo una colonna dell'economia asiatica e di quella mondiale. Piccolo paese, in larga misura montuoso, densamente popolato (circa 50 milioni di abitanti distribuiti su una superficie pari a meno di un terzo di quella italiana), la Corea sta rapidamente risalendo le graduatorie economiche mondiali (nel 2012, 15° in quella relativa al Pil totale e 35° per Pil pro-capite) ed è uno dei quattro paesi asiatici che partecipano al G20 (gli altri sono Cina, India e Indonesia).

Una parte importante dell'ascesa di questo paese si è realizzata dal 1990 ad oggi, periodo in cui la Corea del Sud ha conseguito un tasso annuo di crescita del 5,2%,

---

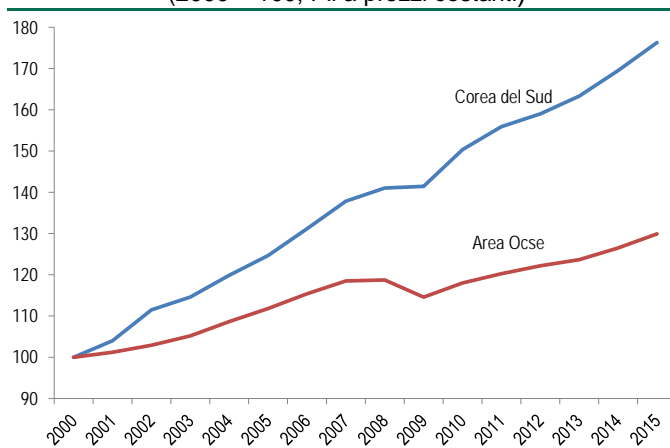
<sup>1</sup> La guerra di Corea è stato il più grave conflitto internazionale verificatosi dopo la fine della Seconda Guerra Mondiale. Iniziato nel giugno 1950, terminò nel luglio 1953 con un armistizio (mai tradotto in un vero trattato di pace) che confermò la precedente divisione della penisola in due stati. Il conflitto coinvolse direttamente Stati Uniti e Cina e indirettamente la Russia; rischiò più volte di trasformarsi in un confronto atomico. Alla fine si contarono più di 2,5 milioni di morti, di cui 1,5 milioni civili, quasi 55mila soldati statunitensi e circa 150mila militari cinesi. Il generale Douglas MacArthur era il comandante delle forze americane.

quasi due volte e mezzo la corrispondente media Ocse (+2,2%). In questo intervallo di tempo la Corea ha, peraltro, dovuto fronteggiare due gravi crisi: la prima (1997-98), sviluppatasi soprattutto in Asia, ebbe sul Paese effetti particolarmente dirompenti, tra i quali una severa contrazione economica (-7% nel 1998) e il fallimento di alcuni importanti gruppi industriali<sup>2</sup>; nella crisi più recente (2008-09), al contrario, la Corea ha dimostrato tutta la sua forza risultando uno degli appena cinque paesi Ocse ad aver comunque conseguito tassi di crescita positivi.

Quest'ultima evidenza rafforza la convinzione che la collocazione della Corea del Sud nello scenario economico mondiale è decisamente superiore a quella tipica degli altri paesi emergenti. Un ulteriore elemento a sostegno di questa valutazione viene dagli investimenti esteri: la consistenza di quelli coreani all'estero è ormai inferiore solo di poco (meno del 5%) rispetto a quelli in entrata, differenza in fase di riduzione.

### Crescita economica della Corea del Sud e dell'area Ocse

(2000 = 100, Pil a prezzi costanti)



Fonte: dati e previsioni Ocse (Economic Outlook)

### Meno brillanti gli anni più recenti

Gli anni più recenti non sono stati particolarmente brillanti. Dopo il rapido recupero del rallentamento del 2009 (+6,3% nel 2010), il tasso di crescita si è posizionato su livelli contenuti, ampiamente al di sotto del trend di lungo periodo. Un sostenuto andamento delle esportazioni non è bastato a compensare la debolezza della domanda interna, peraltro soddisfatta in misura più ampia del passato dalle importazioni. Insoddisfacente è risultato in particolare l'andamento degli investimenti che contribuiscono alla formazione del Pil per quasi il 30%. Le autorità monetarie hanno cercato di stimolare una maggiore vivacità economica riducendo a maggio 2013 il tasso di riferimento al 2,5%. Se da un lato questo tasso è su livelli superiori al ritmo di crescita dei prezzi (+1,2% nel 2013), dall'altro lato è stato mantenuto invariato malgrado la forte turbolenza prodottasi nei mercati finanziari dall'annuncio delle autorità statunitensi di una graduale revisione della politica monetaria in direzione meno accomodante. Rispetto ai valori di metà 2013, il tasso di cambio effettivo dello Won risulta a fine febbraio rafforzato di oltre il 7% (in misura anche più ampia rispetto allo Yen) e le riserve ufficiali incrementate del 16%, al livello record di \$352 mld (oltre 8 mesi di

<sup>2</sup> Tra i fallimenti più clamorosi, quelli di due gruppi siderurgici (Hanbo Steel e Sammi Steel) e di due produttori di autoveicoli (la Kia acquisita dalla Hyundai e la Daewoo assorbita dalla General Motors).

importazioni). Il rapporto tra indebitamento a breve e riserve valutarie è su livelli molto contenuti (quasi venti punti percentuali in meno rispetto al 52% toccato nel settembre 2008). Nell'insieme, con riferimento all'instabilità dei mercati finanziari manifestatasi nell'ultimo anno, solo la Cina può vantare un consuntivo altrettanto brillante.

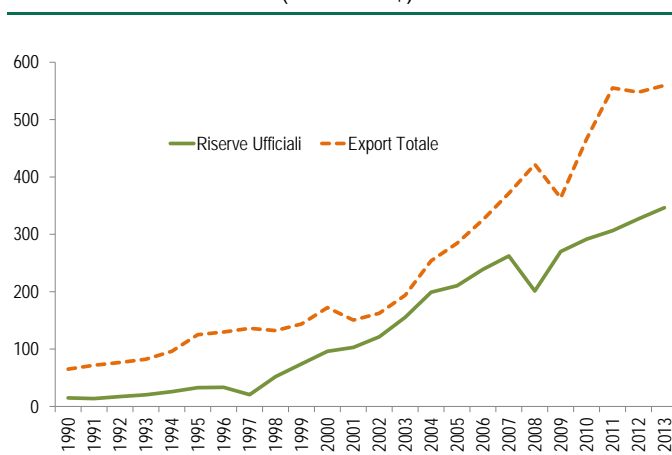
Le previsioni per il 2014 lasciano intravedere un andamento dell'economia leggermente più favorevole di quello dell'anno precedente (+3,8%, secondo l'Ocse), ipotesi che trova riscontro nel consuntivo della seconda parte del 2013 (+3,7% a/a nel trimestre finale). Andamento quasi analogo viene ipotizzato per il 2015. Si tratta di un ritmo di crescita complessivamente contenuto, inferiore al trend di lungo periodo e a quello ipotizzato per il resto dell'Asia. È comunque una volta e mezza quanto previsto per l'insieme dei paesi Ocse.

### Una crescita trainata dalle esportazioni

Alla rilevante performance economica della Corea del Sud hanno contribuito molti fattori ma soprattutto la forte proiezione internazionale della sua industria manifatturiera.

Lo scorso anno le esportazioni di merci hanno raggiunto i \$560 mld, quasi otto volte il valore del 1991; dal canto loro, le importazioni si sono attestate a \$515 mld (6 volte il dato del 1991). La somma dei due flussi è quindi pari a quasi il 100% del Pil (una percentuale doppia rispetto all'Italia). Tra il 1991-92 e il 2011-12 la quota della Corea sul totale della produzione manifatturiera mondiale è aumentata di oltre due terzi passando dal 2,4% al 4,1%, quota che la colloca al 5° posto della graduatoria mondiale (dopo la Germania, prima di India e Italia).

**Corea del Sud: riserve ufficiali ed export**  
(mld di US\$)



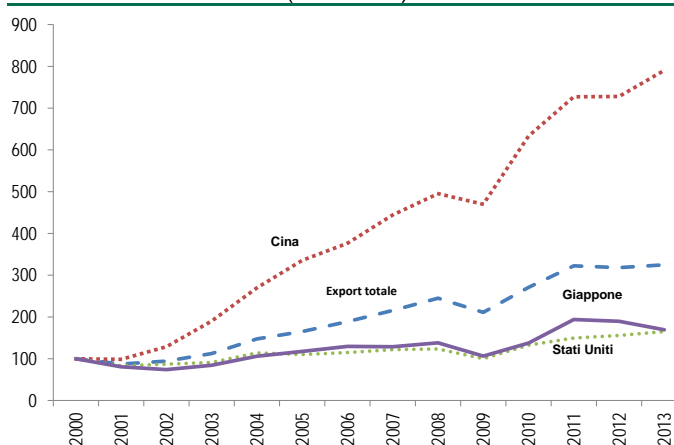
Fonte: Bank of Korea

Le produzioni industriali più importanti sono quella dell'acciaio (sesto produttore mondiale), degli autoveicoli (quinto produttore al mondo con esportazioni pari a  $\frac{3}{4}$  della produzione), della cantieristica (insieme alla Cina al vertice della graduatoria mondiale), dei macchinari, della petrolchimica, della robotica (oltre ad esserne un importante produttore, è primo al mondo per impiego nel settore industriale e quarto per dotazione complessiva), dei prodotti dell'elettronica (patria di LG e Samsung).

Il rilievo e la composizione della struttura industriale fanno della Corea del Sud un paese ad alta intensità energetica (tra i 34 paesi Ocse, è al sesto posto per consumo di energia per unità di Pil). Essendo l'energia quasi interamente importata, il tema dei consumi energetici è da tempo al centro dell'agenda di politica economica; i progressi, però, sono meno evidenti che altrove.

La struttura delle esportazioni per mercati di destinazione ha subito profondi mutamenti in questi ultimi due decenni. Nel 1991 la quota della Cina superava di poco l'1%, quella degli Stati Uniti era al 26% e il Giappone al 17%; nel 2000, la Cina era salita al 10,7%, gli altri paesi scesi, rispettivamente, al 22% e al 12%; lo scorso anno la quota della Cina è risultata superiore del 50% alla quota combinata degli altri due paesi (26% rispetto a 11% e 6%). Seppure a prezzo di un evidente schematismo, questa evoluzione può essere così sinteticamente riassunta: la Cina ha svolto nel passato il ruolo di retrovia a basso valore aggiunto dell'industria coreana impegnata a realizzare produzioni manifatturiere destinate in larga misura ai mercati dei paesi più ricchi; nel corso degli anni l'industria cinese ha accresciuto la sua capacità tecnica delegando ad altri paesi gran parte delle fasi di lavorazioni meno rilevanti. Attualmente la Cina offre alla Corea la straordinaria opportunità di un ampissimo mercato di sbocco finale, ma al contempo rappresenta come diretto concorrente una delle più serie minacce al successo delle sue vendite. Pur essendo il terzo paese al mondo (dopo Israele e Finlandia) per impegno nel campo della ricerca (nel 2012, il 3,7% del Pil), gli investimenti della Corea sono un terzo di quelli attivati dalla Cina.

### Corea del Sud: dinamica dei mercati di sbocco delle esportazioni (2000=100)



Fonte: Bank of Korea

La struttura produttiva coreana è dominata dai *chabeol*, termine che sta a indicare una struttura societaria a controllo familiare. Ripercorrendo la cronaca di questi anni, si scopre come questo termine possa assumere significati molto diversi: ad un estremo si trovano gruppi capaci di operare con successo nel mercato internazionale (Samsung, Hyundai, LG, etc); sul versante opposto si trova la realizzazione più diffusa degli *chabeol*, realtà attive soprattutto nel contesto domestico e impegnate prevalentemente a depotenziare la concorrenza (spesso con pratiche poco ortodosse) e a sfruttare l'aiuto pubblico. Valutati impiegando i criteri prevalenti nei paesi ad economia avanzata, gli *chabeol* si caratterizzano per l'opacità della loro struttura societaria.

Malgrado si possano contare in Corea oltre 1.100 programmi di sostegno pubblico, la realtà della piccola-media impresa rimane fragile e sottoposta ad un intenso processo di selezione. Il fallimento porta con sé conseguenze che vanno ben al di là della dimensione imprenditoriale, toccando per un lungo periodo di tempo la reputazione sociale dell'imprenditore. A questo si deve aggiungere la scarsa propensione delle banche a finanziare le realtà poco consolidate.

Per mutare questo scenario il governo coreano ha recentemente varato un programma che prevede sia un ulteriore aumento delle risorse dedicate alle attività di R&S, sia la promozione di quella che viene definita "economia creativa", operando interventi di deregolamentazione e sostenendo in modo più deciso le nuove aziende. Altri interventi sono riferiti alle imprese a controllo statale, spesso accusate di inefficienza. Riscoprendo nuovamente un orientamento dirigista, le autorità puntano a conseguire una «crescita bilanciata» tra manifattura e servizi, export e consumi interni, grandi conglomerati e Pmi.

Tra le criticità di più difficile soluzione che si intravedono nel futuro della Corea c'è indubbiamente quella del processo di invecchiamento della popolazione, tra i più intensi dell'area Ocse (appena meno di quello del Giappone). Se il modesto grado di natalità risultasse confermato, il terzo paese più giovane dell'area Ocse potrebbe diventare nel 2050 il paese più vecchio dell'area, dopo il Giappone. La condizione della gioventù coreana è di complessa lettura: ha un grado di istruzione tra i più alti del mondo; la spesa per istruzione è una delle motivazioni più frequenti dell'indebitamento delle famiglie; parallelamente, però, la Corea svetta nelle graduatorie Ocse sia per il tasso d'inattività tra i giovani con il livello di istruzione più elevato sia per l'incidenza dei lavoratori *low-paid* (meno di due terzi del salario mediano).

### Un livello d'indebitamento elevato

Ad una solida realtà industriale si affianca una meno brillante struttura finanziaria. Nel valutare quest'ultima si deve tener presente che la Corea del Sud è stata profondamente segnata dalla crisi del 1998, crisi sulla cui intensità ha influito non poco la situazione di sovra-indebitamento allora molto diffusa.

A metà 2013, la somma del debito pubblico e di quello delle famiglie e imprese era pari a circa il 290% del Pil, 70 punti percentuali in più rispetto al 2003. Al totale del 290%, il debito pubblico contribuisce per 40 punti percentuali, le famiglie per circa 90, con il resto (quasi 160 punti percentuali) di competenza delle imprese. Se si guarda all'evoluzione durante l'ultimo decennio si scopre che debito pubblico (debito di organismi statali, centrali e periferici) ha registrato l'incremento più vistoso, risultando in rapporto al Pil più che raddoppiato. La crescita del debito delle imprese è risultata meno intensa ma comunque significativa considerati i livelli di partenza (dal 131% al 158% del Pil). Il rapporto tra indebitamento e patrimonio delle imprese coreane, pur significativo, risulta in media tra i più contenuti dell'area asiatica.

Ad attirare l'attenzione in questi mesi è soprattutto l'indebitamento delle famiglie cresciuto in termini nominali nell'ultimo decennio ad un ritmo annuo superiore all'8% e ora pari al 91% del Pil (18 punti percentuali in più nell'arco di un decennio). I fattori che hanno alimentato questa crescita sono soprattutto tre: la decisa ascesa delle quotazioni immobiliari che ha stimolato una maggiore domanda di mutui (ora il 43% delle passività delle famiglie); la volontà delle banche di ridimensionare l'esposizione verso le imprese che si è accompagnata ad un maggiore impegno verso la clientela retail; la diminuzione del reddito disponibile e del tasso di risparmio che hanno aumentato il ricorso all'indebitamento delle famiglie.

L'allarme suscitato dalla crescita dell'indebitamento delle famiglie coreane è condiviso con toni diversi. Chi tende a ridimensionare il problema evidenzia soprattutto due dati: il rapporto tra importo del finanziamento e immobile acquisito (LTV) è piuttosto basso; se è vero che una parte non trascurabile del flusso di nuovo debito è andato a famiglie con modesto livello di reddito, è altrettanto vero che sotto il profilo delle consistenze la quota più importante dell'indebitamento ricade sulle famiglie a più alto reddito. Questi due parametri spiegherebbero perché il tasso di insolvenza sui finanziamenti alle famiglie risulta complessivamente contenuto.

### Un sistema finanziario chiuso verso l'estero

Il sistema bancario nazionale è costituito da 18 istituzioni (7 banche nazionali, 6 regionali, 5 specializzate), cui si aggiungono quasi 40 filiali di banche estere. Tra chiusure e assorbimenti in altri gruppi, la crisi finanziaria del 1998 determinò la cancellazione di 16 istituti di credito.

Al vertice del sistema ci sono oggi sette gruppi (tre banche specializzate e quattro banche nazionali), di dimensione non troppo diversa (in media, un totale attivo di \$250 mld). Il totale dei ricavi non è molto diverso dal margine d'interesse. La qualità del portafoglio prestiti sta subendo un processo di deterioramento, muovendo però da livelli molto contenuti (l'incidenza dei prestiti *non performing* nella sua versione più ampia si posiziona intorno al 4%, ristretta ai casi più gravi all'1,8%). Più della metà dei nuovi prestiti irregolari proviene dal comparto delle piccole e medie imprese.

La redditività del mercato bancario coreano non si presenta particolarmente attraente e risulta negli ultimi anni in continua diminuzione (rendimento medio dell'attivo attualmente intorno allo 0,30-0,35%), circostanza che sta inducendo al ritiro alcuni dei gruppi bancari esteri con una significativa presenza nel paese (HSBC è l'esempio più importante).

Nell'insieme, il circuito finanziario coreano è tendenzialmente bancocentrico e con una limitata proiezione internazionale. L'attività al di fuori del mercato nazionale ha un rilievo solo residuale, tanto sotto il profilo delle attività quanto dei ricavi (in entrambi i casi l'incidenza non arriva generalmente alla doppia cifra). A rallentare questo tipo di sviluppi è anche l'esito sfavorevole di recenti esperienze: la più importante acquisizione coreana all'estero ha avuto per oggetto nel 2008 una banca del Kazakistan, istituzione poi travolta dalla crisi finanziaria internazionale.

Anche nel resto del circuito finanziario, l'apertura internazionale è contenuta. Su un totale di oltre 1800 titoli quotati, quelli di società estere sono appena 15. Più consistente la presenza straniera dal lato degli investitori: alla fine del 2013 gli investitori internazionali (in misura significativa statunitensi) erano titolari del 33% della capitalizzazione totale del mercato azionario (circa \$400 mld in tutto, orientativamente 2/3 di quella italiana) e del 7% di quella dei titoli di debito, quote relativamente stabili negli ultimi anni.

Rispetto alle altre realtà asiatiche, il mercato dei *corporate bond* si presenta relativamente sviluppato e liquido, con una dimensione non lontana da quella del Pil, proporzione questa senza eguali nel resto del continente. Si tratta di un mercato dominato da emissioni in valuta locale, per due terzi riferibili a 10 emittenti (quota elevata ma non molto dissimile da quella degli altri paesi asiatici, Cina esclusa), per quasi metà con scadenza ravvicinata (entro i tre anni).

## Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

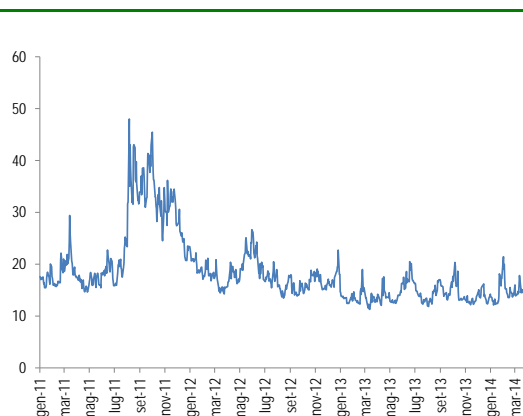
**Indice Itraxx Eu Financial**



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio restano stabili a quota 86.

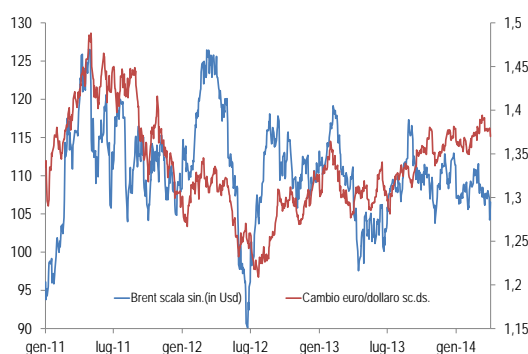
**Indice Vix**



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix nell'ultima settimana passa da 13 a 14 pb.

**Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent**  
(Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ a 1,37. Il petrolio di qualità Brent quota \$107 al barile.

**Prezzo dell'oro**  
(Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro continua a scendere al di sotto dei 1.300 dollari l'oncia.



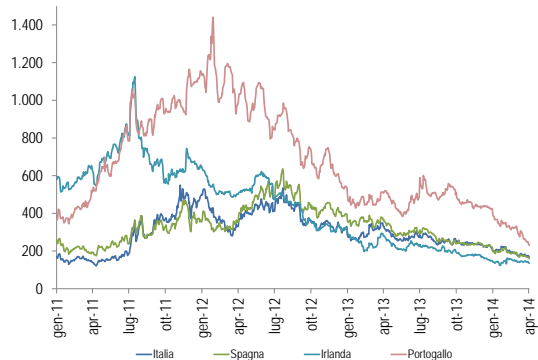
**Borsa italiana: indice Ftse Mib**



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib continua a salire oltre 22.000 pb.

**Tassi dei benchmark decennali:  
differenziale con la Germania  
(punti base)**



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 230 pb per il Portogallo, 135 pb per l'Irlanda, 160 pb per la Spagna e 168 pb per l'Italia.

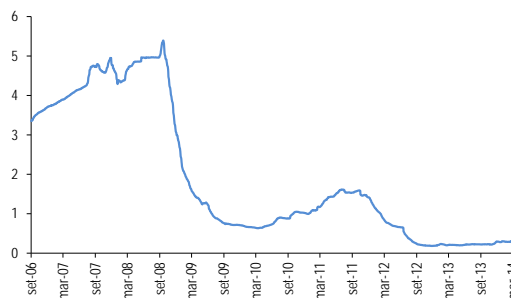
**Indice Baltic Dry**



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry nell'ultima settimana scende a quota 1.200.

**Euribor 3 mesi  
(val. %)**



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m sale a 0,32%.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.