

focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Contributi alla crescita globale

Quota % sul Pii mondiale (1)		2012		2013		2014	
		crescita reale (%)	contributo alla crescita mondiale	crescita reale (%)	contributo alla crescita mondiale	crescita reale (%)	contributo alla crescita mondiale
100	Mondo	3,2		3,3	100%		100%
18,9	Stati Uniti	2,2	13,0%	1,9	10,9%	3,0	14,2%
13,7	Eurozona	-0,6	-2,6%	-0,3	-1,2%	1,1	3,8%
5,6	Giappone	2,0	3,5%	1,6	2,7%	1,4	2,0%
50,1	totale paesi avanzati	1,2	18,8%	1,2	18,2%	2,2	27,6%
2,8	Brasile	0,9	0,8%	3,0	2,5%	4,0	2,8%
3,0	Russia	3,4	3,2%	3,4	3,1%	3,8	2,9%
5,6	India	4,0	7,0%	5,7	9,7%	6,2	8,7%
14,9	Cina	7,8	36,3%	8,0	36,1%	8,2	30,5%
26,3	totale BRIC		47,3%		51,4%		44,9%

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Fmi, aprile 2013
 (1): Pii espresso in PPP.

Lo scenario globale disegnato dagli economisti del Fmi nell'ultima edizione del World Economic Outlook offre un messaggio relativamente rassicurante per il breve periodo ma solo tiepide indicazioni per quanto riguarda il medio termine. La **previsione di crescita mondiale** per il 2013 (+3,3%) risulta ridimensionata, quella per il 2014 confermata (+4%). Nell'arco di dodici mesi la previsione 2013 è stata ridotta di un quinto. Il documento del Fmi contiene significative correzioni per il Giappone: il "cambio di passo" deciso recentemente dal governo giapponese sul fronte della politica economica potrebbe avere un certo successo. Per quanto riguarda Russia, India e Brasile il documento del Fmi consolida una sostanziale revisione del loro ruolo, ridimensionandone in ampio modo la capacità di traino rispetto alle aree di appartenenza e quindi rispetto all'economia globale. Le informazioni congiunturali più recenti confermano che il modello di sviluppo della Cina sta registrando strutturali modifiche: il contributo degli investimenti alla crescita economica sta scendendo (al 46% del 2012) sostituito da un maggior dinamismo dei consumi finali.

17

14 maggio
2013

Direttore responsabile:
 Giovanni Ajassa
 tel. 0647028414
 giovanni.ajassa@bnlmail.com



BNL
 GRUPPO BNP PARIBAS

La banca per un mondo che cambia



Da Giappone e Cina possibili novità per lo scenario globale

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

Lo scenario economico globale disegnato dagli economisti del Fondo Monetario Internazionale nell'ultima edizione del World Economic Outlook (WEO) offre un messaggio relativamente rassicurante per il breve periodo (la fase di frenata sembra in esaurimento) ma solo tiepide indicazioni per quanto riguarda il medio termine.

Rispetto a gennaio, la previsione di crescita mondiale per il 2013 (+3,3%) risulta ridimensionata, quella per il 2014 confermata (+4%). Se si richiama lo scenario disegnato appena un anno fa (aprile 2012) il ridimensionamento per il 2013 risulta decisamente consistente: da +4,1% a +3,3%, una riduzione quindi di un quinto.

Nell'ambito di un disegno globale complessivamente poco mutato rispetto all'edizione precedente, il documento del Fmi contiene significative correzioni per numerosi importanti paesi ed in particolare per il Giappone e i paesi BRIC.

Secondo il Fmi il "cambio di passo" deciso recentemente dal governo giapponese sul fronte della politica economica potrebbe avere un certo successo. Il tasso di crescita previsto per l'anno in corso, infatti, è stato aumentato di un terzo (da +1,2% a +1,6%), raddoppiato quello ipotizzato per il 2014 (da +0,7% a +1,4%).

Per quanto riguarda Brasile, Russia e India il documento del Fmi consolida una sostanziale revisione del loro ruolo, ridimensionandone la capacità di traino rispetto alle aree di appartenenza e quindi rispetto all'economia globale.

Le informazioni congiunturali più recenti confermano che il modello di sviluppo della Cina sta registrando strutturali modifiche: il contributo degli investimenti alla crescita economica sta scendendo (al 46% del 2012) sostituito da un maggior dinamismo dei consumi finali.

Lo scenario economico globale disegnato dagli economisti del Fondo Monetario Internazionale nell'ultima edizione del World Economic Outlook (WEO) si presenta di complessa lettura: relativamente rassicurante per il breve periodo (la fase di frenata sembra di esaurimento) ma con tiepide indicazioni per quanto riguarda il medio termine. Le considerazioni contenute nel documento sono soprattutto concentrate sul primo dei due profili, anche perché l'aggiornamento della previsione quattro volte l'anno tende a posizionare il rapporto tra le analisi di breve periodo. Dopo aver richiamato le principali indicazioni contenute nel documento, qui di seguito s'intende considerare alcuni dei punti chiave dello scenario di medio periodo.

Una visione d'insieme dello scenario mondiale

Rispetto a gennaio, la previsione di crescita mondiale per il 2013 (+3,3%) risulta ridimensionata, quella per il 2014 confermata (+4%). La correzione del consuntivo 2013 può apparire modesta (-0,2 punti percentuali, una riduzione quindi di circa un diciassettesimo); se si richiama lo scenario disegnato appena un anno fa (aprile 2012) il ridimensionamento risulta invece decisamente consistente (da 4,1% a 3,3%, una riduzione quindi di un quinto).

Il rallentamento economico (spesso trasformatosi in contrazione) dei paesi più industrializzati è entrato nel suo secondo anno. Secondo il Fmi nell'ultimo trimestre 2014 gli Stati Uniti potrebbero trovarsi al 3,4% a/a, quindi oltre un terzo al di sopra del

ritmo di crescita di lungo termine (+2,5% in media dal 1994 al 2012). Non è, invece, questo il caso dell'eurozona che si ipotizza possa crescere nell'ultima parte del 2014 solo dell'1,1% a/a, un ritmo pari a due terzi di quanto mediamente conseguito nei quasi venti anni che separano il 1994 dal 2012.

Nel complesso, l'apporto dei paesi avanzati alla crescita mondiale appare stabilmente ridimensionato. Posta pari a 100 l'espansione economica globale, l'apporto dei paesi industrializzati risulta nel 2012 e nel 2013 posizionato a 18-19. Sarà inferiore a 28 nel 2014, anno in cui gli economisti del Fmi ipotizzano che la crescita mondiale possa tornare al 4%.

Nell'ambito di un disegno globale complessivamente poco mutato rispetto all'edizione precedente, il più recente scenario proposto dal Fmi contiene significative correzioni per alcuni importanti paesi. Tra le modifiche più di rilievo, quelle relative al Giappone da un lato, e al gruppo dei paesi BRIC dall'altro. Al primo viene attribuito un sensibile rialzo del tasso di crescita tanto nell'anno in corso quanto nel prossimo; nel caso dei secondi la correzione in entrambi gli anni è quasi sempre al ribasso e spesso di consistente entità.

Contributi alla crescita globale

Quota % sul Pil mondiale (1)		2012		2013		2014	
		crescita reale (%)	contributo alla crescita mondiale	crescita reale (%)	contributo alla crescita mondiale	crescita reale (%)	contributo alla crescita mondiale
100	Mondo	3,2		3,3	100%		100%
18,9	Stati Uniti	2,2	13,0%	1,9	10,9%	3,0	14,2%
13,7	Eurozona	-0,6	-2,6%	-0,3	-1,2%	1,1	3,8%
5,6	Giappone	2,0	3,5%	1,6	2,7%	1,4	2,0%
50,1	totale paesi avanzati	1,2	18,8%	1,2	18,2%	2,2	27,6%
2,8	Brasile	0,9	0,8%	3,0	2,5%	4,0	2,8%
3,0	Russia	3,4	3,2%	3,4	3,1%	3,8	2,9%
5,6	India	4,0	7,0%	5,7	9,7%	6,2	8,7%
14,9	Cina	7,8	36,3%	8,0	36,1%	8,2	30,5%
26,3	totale BRIC		47,3%		51,4%		44,9%

Fonte: Elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Fmi, aprile 2013

(1): Pil espresso in PPP.

Giappone

Secondo il Fmi il "cambio di passo" deciso recentemente dal governo giapponese sul fronte della politica economica potrebbe avere un certo successo. Il tasso di crescita previsto per l'anno in corso, infatti, è stato accresciuto di un terzo (da +1,2% a +1,6%), raddoppiato quello ipotizzato per il 2014 (da +0,7% a +1,4%). In entrambi gli anni la crescita dovrebbe risultare inferiore a quella del 2012 (+2%) ma quell'anno non può essere preso come riferimento perché rappresentò il ritorno alla normalità produttiva dopo la brusca contrazione economica indotta dai drammatici eventi del marzo 2011 (terremoto, tsunami, disastro nucleare di Fukushima Dai-ichi).

Se l'opinione prevalente tra gli economisti¹ è per ora leggermente più prudente (+1,3% nel 2013 e nel 2014), l'aspettativa del *board* della Bank of Japan è viceversa più

¹ Cfr. Consensus Forecast, aprile 2013. La prossima edizione è prevista per il 17 maggio p.v.

ottimista. Secondo il vertice della Banca centrale il tasso reale di crescita dovrebbe posizionarsi intorno al 2,9% nel 2013, all'1,4% nel 2014 e all'1,6% nel 2015².

Prima di passare a considerare in qualche dettaglio la recente svolta di politica economica è importante richiamare due dati essenziali: il tasso di crescita medio annuo del paese nel periodo 1994-2012 è pari ad appena lo 0,8% (+0,9% dal 1994 al 2003, +0,7% successivamente); da almeno 14 anni la dinamica dei prezzi (deflatore del Pil) risulta negativa.

Con l'intento di conseguire una sostanziale modifica di questi due dati, il nuovo governo e il neo-governatore della Banca Centrale da un lato hanno varato un ampio programma di interventi pubblici (oltre 10mila mld di yen), dall'altro lato hanno messo a punto un programma di forte aumento della liquidità monetaria da attuare nei prossimi due anni attraverso l'acquisto di titoli pubblici e altre attività.

Il programma di spesa pubblica non costituisce di per sé una novità: negli ultimi dieci anni il disavanzo pubblico è risultato in media pari al 6% (7,7% negli ultimi cinque) con il conseguente incremento di quasi 60 punti percentuali del già elevatissimo rapporto debito pubblico/Pil (dal 158% del 2003 al 214% del 2012). Il nuovo programma di spesa assorbirà quasi interamente il ricavo atteso dall'aumento in corso della tassa sui consumi (dal 4% fino al 10% nell'ottobre 2015), provvedimento approvato lo scorso anno per ridimensionare il disavanzo pubblico.

La scossa principale all'attività economica dovrebbe provenire soprattutto dall'intervento fortemente espansivo di politica monetaria: raddoppiando la moneta in circolazione si cerca di riattivare la crescita e stimolare tensioni inflazionistiche (dinamica dei prezzi sopra il 2%). La Banca Centrale comprerà titoli a lungo termine sia in asta sia sul mercato. Banche e assicurazioni, importanti detentori di questi titoli, da un lato realizzerebbero importanti plusvalenze, dall'altro verrebbero indotte a ricercare opportunità di investimento. L'acquisto dei titoli da parte della Bank of Japan, facendone salire il prezzo, determinerebbe una riduzione dei rendimenti: l'aspettativa è che le risorse "liberate", alla ricerca di impieghi remunerativi, possano dirigersi in misura significativa verso il settore produttivo nazionale stimolando così una ripresa del processo di investimento. Rispetto a precedenti esperienze, questo intervento si differenzia per un importante aspetto: la parte della distribuzione per scadenze che si intende privilegiare negli acquisti è quella dei titoli con durata maggiore mentre fino a qualche settimana fa gli interventi erano concentrati soprattutto sui titoli a più breve scadenza. La vita media residua dei titoli dovrebbe salire a sette anni, dagli attuali tre anni.

L'intervento di politica monetaria (QME, Quantitative Monetary Easing) appena deciso rende più massiccio un orientamento già sperimentato nel recente passato: dal 2007 ad oggi la Bank of Japan ha comprato titoli stato per 105mila mld di yen (ora detiene l'11% del debito pubblico nazionale) inducendo un aumento di oltre il 55%, della base monetaria interna. Interventi di questa natura sono stati realizzati anche da altre importanti banche centrali: negli ultimi anni la Federal Reserve ha perfezionato rilevanti acquisti di titoli pubblici e di obbligazioni legate ai mutui, tanto che alla fine del mese scorso ne deteneva, rispettivamente, per \$ 1.836 mld (16% del totale dei titoli pubblici in circolazione) e \$ 1.136 mld.

La nuova iniziativa di politica monetaria giapponese ha suscitato considerazioni di diverso segno sulle possibili ricadute sul resto dell'economia mondiale e sulla

² Nb. In questo caso la previsione è riferita all'anno fiscale che inizia ad aprile. I tassi di crescita indicati, tratti dal comunicato del 26/4/2013 della Bank of Japan, sono la previsione mediana tra quelle espresse dai membri del Policy Board.

economia giapponese. Il rilievo forse più condiviso è che le cause fortemente strutturali della lunga depressione giapponese difficilmente possono essere corrette con interventi “ad ampio spettro” come questi.

Le aspettative sulla svolta di politica monetaria hanno stimolato dall'inizio dell'anno sia un rialzo di quasi il 37% delle quotazioni di Borsa sia un marcato indebolimento dello Yen³. A proposito di quest'ultimo effetto si è osservato che l'avviato programma di QME finisce con il beneficiare l'industria esportatrice, la componente più vitale del sistema economico giapponese. L'osservazione appare fondata (dal 1995 il Giappone registra un saldo positivo negli scambi di merci e servizi, con l'eccezione dell'ultimo biennio condizionato però dai distruttivi eventi del marzo 2011). È però altrettanto vero che la lunga rivalutazione dello Yen ha stimolato un imponente processo di delocalizzazione produttiva (soprattutto in direzione dei paesi asiatici).

La riduzione dei rendimenti a lungo termine potrebbe avere importanti ripercussioni sul sistema previdenziale giapponese. È stato calcolato che la sostenibilità finanziaria dei programmi pensionistici usualmente previsti dai fondi aziendali richieda un rendimento finanziario annuo intorno al 2%, comunque non inferiore all'1,6%. Da tempo il rendimento del titolo decennale giapponese è ben al di sotto di questa soglia e attualmente è intorno allo 0,60%. La nuova fase di politica monetaria promette di ridurlo ulteriormente. Di qui la previsione di un significativo incremento degli acquisti da parte di questi investitori sia di titoli pubblici esteri a più alto rendimento sia di titoli azionari.

Brasile, Russia, India

Come già accennato, lo scenario di previsione del Fmi riserva rilevanti correzioni negative per Russia, India e Brasile. La crescita della Russia viene confermata nel 2013 sullo stesso livello del 2012 (al 3,4%), con una riduzione di 0,3 punti percentuali rispetto allo scenario di inizio anno. Un contenuto aumento è ipotizzato per il 2014 (a 3,8%). La Banca Centrale Russa ha da tempo anticipato che l'avanzo esterno potrebbe presto diventare negativo, annullando un fondamentale fattore di sostegno allo sviluppo del paese (l'ultimo disavanzo commerciale risale al 1997).

L'India viene considerata meglio agganciata alla dinamica economica globale: il tasso di crescita (+4% nel 2012) dovrebbe salire al 5,7% nell'anno in corso e incrementarsi fino al 6,2% nel 2014. E' però importante sottolineare che la previsione è stata oggetto di una nuova riduzione.

Da parte sua il Brasile, dopo aver chiuso il 2012 con una crescita inferiore all'1%, vede la previsione per l'anno in corso tagliata (-0,5 punti percentuali, a +3,0%); quella per l'anno successivo è stata invece mantenuta al 4%. La prospettiva per questo paese si presenta relativamente fragile: le difficoltà interne, infatti, sono in certa misura attenuate dal favorevole andamento delle quotazioni delle materie prime⁴, componente essenziale delle esportazioni del Paese.

Nell'insieme, il documento di aprile del Fmi consolida una sostanziale revisione del ruolo di questi paesi, ridimensionandone in ampio modo la capacità di traino rispetto alle aree di appartenenza e quindi rispetto all'economia globale. La previsione al 2018

³ Il 10 maggio scorso il rapporto Yen/dollaro statunitense è ritornato a quota 100, soglia non più raggiunta dall'aprile 2009. Un marcato indebolimento è stato registrato anche rispetto a molte valute asiatiche e all'euro: in quest'ultimo caso si è passati da 101 Yen per Euro l'1 luglio 2012, a 114,5 a inizio 2013, a 132 il 13 maggio scorso.

⁴ In termini di quotazione media negli ultimi 12 mesi, la variazione a/a dell'indice generale è -3,9% (-2,2% quelle energetiche, -7% le altre).

formulata per Russia (+3,6%) e Brasile (+4,2%) è al di sotto della crescita ipotizzata a livello globale (+4,5%) e ancor più nettamente di quella per l'insieme dei paesi emergenti (+6,2%). Il tasso di crescita per l'India nel 2018 è più consistente (+7%) ma risulta comunque ben inferiore al trend mostrato nel quinquennio 2007-2011 (crescita media annua pari all'8%).

È opportuno rilevare che la visione non brillante delle prospettive di questi paesi non è sempre condivisa. Ad esempio, la previsione 2014 per India e Russia formulata dall'Ocse⁵ è decisamente più favorevole (+7,1% e 4,1%, rispettivamente); la valutazione è invece sostanzialmente simile nel caso del Brasile.

Cina

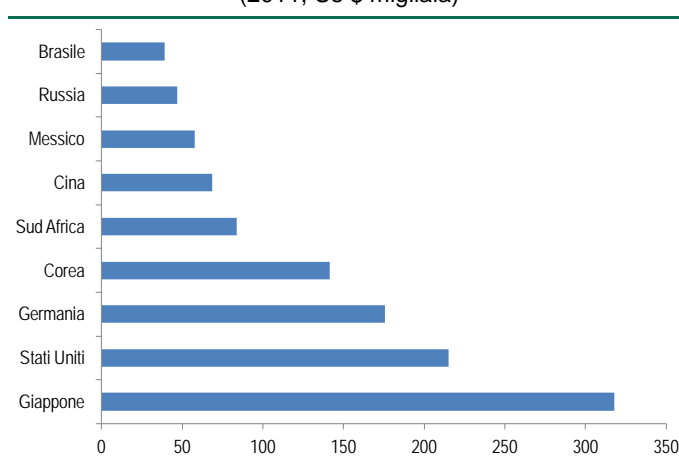
Più ampio spazio merita la Cina sia per il più rilevante peso economico: da un lato la sua quota sul Pil mondiale supera ampiamente quella congiunta di Russia, India e Brasile (14,9% rispetto a 11,4%); dall'altro lato, il suo contributo alla crescita mondiale è di gran lunga più consistente (nella media del triennio 2012-14, il 34% rispetto al 13,6% cumulativamente assicurato dagli altri tre paesi BRIC).

Per effetto della sua dimensione l'evoluzione della Cina è meno esposta alle vicende del ciclo economico internazionale. Non di meno anche la Cina registra un visibile rallentamento economico. Dopo aver conseguito un tasso medio annuo del 10,9% nel periodo 2004-11, nel 2012 la crescita ha registrato una flessione al +7,8%, livello poco sopra il quale dovrebbe mantenersi nel prossimo futuro (+8,0% e +8,2% la previsione del Fmi, rispettivamente, per il 2013 e il 2014; +8,5% nel 2018). Anche in questo caso l'Ocse risulta più ottimista⁶.

Come anche le informazioni congiunturali più recenti confermano, il modello di sviluppo della Cina sta registrando strutturali modifiche: il contributo degli investimenti alla crescita economica sta scendendo (al 46% del 2012) sostituito da un maggior dinamismo dei consumi finali. Nel quinquennio 2007-11 l'apporto dei primi alla crescita annuale era risultato in media pari al 54%.

Dotazione di capitale per addetto

(2011; Us \$ migliaia)



Fonte: Ocse, China. Economic Survey, marzo 2013

⁵ Cfr. Ocse, Economic Outlook n. 92, novembre 2012.

⁶ +8,5% e + 8,9% per il 2013 e il 2014. Cfr Oecd, China, Economic Survey, marzo 2013.

Pur in presenza di un processo di modernizzazione che procede in modo accelerato, la distanza dai paesi economicamente più maturi è ancora molto ampia: i consumi finali rappresentano (2012) in Cina il 49% del Pil annuale, a fronte dell'80% nella Ue27. La crescita degli investimenti fissi è destinata a mantenere un ruolo comunque importante nello sviluppo del paese: seppure superiore a quella di Brasile, Russia e Messico, la dotazione di capitale per addetto è ancora relativamente modesta, appena un quinto e meno della metà di quanto riscontrabile, rispettivamente, in Giappone e in Corea.

Per alcuni consumi durevoli le prospettive sono decisamente favorevoli. È questo il caso, ad esempio, del settore automobilistico: negli Stati Uniti per ogni mille persone circolano circa 800 autovetture, poco meno di 600 nella Ue, solo 50 circa in Cina; una produzione interna che attualmente arriva a 13milioni di unità si contrappone a un mercato che assorbe (2012) quasi 20milioni di auto. Quest'ultima cifra rappresenta un quarto delle vendite mondiali e il doppio di quanto venduto nel 2012 nei 5 principali paesi europei. Secondo una società di ricerca specializzata nel 2020 il flusso delle vendite annue in Cina sarà di due terzi superiore a quello attuale (a 31milioni di unità).

La strutturale modifica del meccanismo di sviluppo si integra e si esprime con altri fenomeni, il primo dei quali è il continuo ridimensionamento della componente estera: il rapporto tra avanzo delle partite correnti e Pil è sceso dal 9,7% del biennio 2007-08 al 2,7% del biennio 2011-12, con una previsione di ulteriore flessione (al 2,1%) per il biennio 2013-14 (\$ 240 mld l'anno). Il tutto si sta realizzando in un contesto di crescente capacità di vendita all'estero: nell'ultimo non facile biennio le esportazioni di beni e servizi sono aumentate di circa il 30% (dai \$1.743 mld del 2010 ai \$2.249mld del 2012) con la previsione di un'ulteriore crescita del 25% entro il 2014 (a \$2.800 mld circa).

La maggiore vivacità dei consumi si accompagna anche ad un più evidente ruolo del settore terziario, il cui apporto alla dinamica economica ha superato quello dell'industria. In questo caso si tratta di un fenomeno più recente (si è proposto nettamente solo dallo scorso anno) ma con segnali di evidente consolidamento.

In un contesto complessivo di crescita non risultano, tuttavia, superati i fattori di potenziale squilibrio localizzati soprattutto nel settore finanziario (in particolare, crescita del cosiddetto "sistema ombra" e indebitamento delle amministrazioni locali) e nel mercato immobiliare (ad aprile l'indice dei prezzi del settore è cresciuto del 5% a/a). Recentemente una delle agenzie internazionali di rating (Fitch) ha deciso di ridurre una sua valutazione (da AA- a A+ quella assegnata ai titoli di Stato a lungo termine in valuta nazionale) ed un'altra agenzia (Moody's) ha negativamente rivisto il suo *outlook* sul paese (da favorevole a stabile).

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.