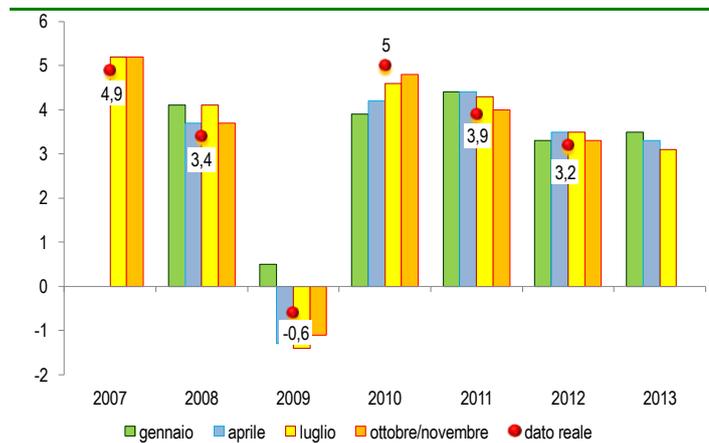


# focus

settimanale del Servizio Studi BNL

## Le previsioni sulla crescita mondiale elaborate dal FMI per ogni anno e la crescita effettiva

(var % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FMI

Nei prossimi mesi le sorti dell'**economia mondiale** risentiranno del rallentamento dei paesi emergenti che per quest'anno dovrebbero crescere del 5%, una soglia che, ad esclusione che nel 2009, dal 2003 non era mai stata toccata. A preoccupare è soprattutto il rallentamento della Cina alle prese con il tentativo di passare a un modello basato in maggiore misura sui consumi interni. Con il rallentamento della Cina diviene difficile individuare, almeno nel breve periodo, nuovi motori tra gli emergenti. Nel sostenere l'economia mondiale potrebbe in parte subentrare il vecchio motore dei consumi americani che rappresentano ancora il 16% della domanda mondiale. È lo stesso Fondo a sottolineare come negli Stati Uniti la domanda privata quest'anno e il prossimo dovrebbe rimanere solida, grazie alla ripresa del mercato immobiliare e a condizioni finanziarie che rimangono ancora molto accomodanti.

# 28

29 luglio  
2013

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



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca per un mondo che cambia



## La ripresa mondiale poggerà sulle spalle di Mr. Joe?

S. Costagli ☎ 06-47027054 – [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)

Il Fondo monetario internazionale (FMI) ha di recente rivisto al ribasso le previsioni di crescita mondiale, al 3,1%. Si tratta di uno tra i tassi di crescita più bassi dall'avvio della crisi, nell'estate del 2007. Le sorti dell'economia mondiale risentiranno soprattutto del dato relativo agli emergenti, che dal +5,3% previsto ad aprile scende al +5%, una soglia che, ad esclusione che nel 2009, dal 2003 non era mai stata toccata. Dal punto di vista prospettico è soprattutto il dato cinese a destare interesse, il Fondo ha infatti ridotto di 0,3 punti la stima di crescita per il 2013 (a 7,8%), e di 0,6 punti quella del 2014 (a 7,7%).

Pur con ritmo di crescita inferiore al passato la Cina continua a contribuire alla crescita mondiale più di ogni altro paese. Ciò che appare più problematico è il tentativo (auspicato dallo stesso Governo) di passare a un modello basato in maggiore misura sui consumi interni, riducendo quindi la dipendenza dalla domanda estera e dagli investimenti (che oggi contano per il 47% circa del prodotto nazionale contro il 40% precedente la crisi globale). Il passaggio non sembra semplice: nei primi cinque mesi del 2013 gli investimenti fissi lordi sono aumentati del 20,4%, dopo il +20,6% del 2012.

Con il rallentamento della Cina diviene difficile individuare, almeno nel breve periodo, nuovi motori tra gli emergenti. Nel sostenere l'economia mondiale potrebbe in parte subentrare il Giappone, con una ulteriore spinta data dal Governo Abe; tuttavia da più parti si è cominciato a ipotizzare una sorta di ritorno al passato, ossia un'economia mondiale spinta dal vecchio motore americano, alimentata dal carburante dei consumi della classe media, a loro volta sostenuti da un mercato immobiliare in ripresa. L'ipotesi può avere fondamento, ma dopo una lettura attenta dei dati rimane controversa.

Le condizioni in cui versa oggi la domanda della classe media americana, tra le più colpite dalla crisi dei mutui subprime, non ne farebbero un candidato ideale a sostenere la crescita mondiale nel lungo periodo, ma i consumi privati americani rappresentano ancora pur sempre circa il 16% della domanda mondiale. È lo stesso Fondo a sottolineare come negli Stati Uniti la domanda privata quest'anno e il prossimo dovrebbe rimanere solida, grazie alla ripresa del mercato immobiliare e a condizioni finanziarie che rimangono ancora molto accomodanti.

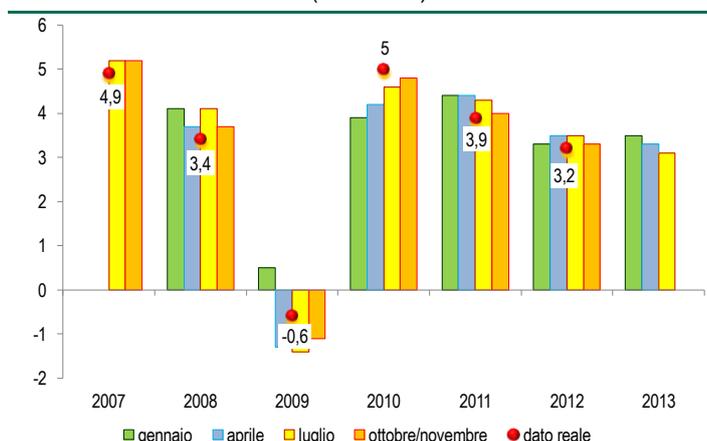
### Riviste ancora una volta al ribasso le previsioni sulla crescita mondiale

Con l'aggiornamento delle previsioni pubblicato a inizio luglio, il Fondo monetario internazionale ha certificato il rallentamento dell'economia mondiale rivedendo al ribasso le previsioni rilasciate solo tre mesi prima, ad aprile. Per il 2013 la crescita è stimata al 3,1%, 0,2 punti percentuali in meno del previsto. Per il 2014 si prevede un +3,8%, anche in questo caso di 0,2 punti inferiore al dato previsto nell'*outlook* di aprile. A partire da luglio 2007, quando alla vigilia dello scoppio della crisi il Fondo titolava uno dei suoi rapporti "The global economy continues to grow strongly", le previsioni sulla crescita hanno subito numerosi ribassi e un numero limitato di revisioni al rialzo: tra le quattro previsioni che l'FMI rilascia ogni anno, almeno due (ad esclusione che nel 2010) sono state limiate al ribasso (otto complessive compresa l'ultima), mentre il dato reale si è mostrato inferiore alle peggiori previsioni in tutti gli anni ad eccezione che nel

2009 (quando la flessione si è fermata al -0,6%), mentre nel 2010 la crescita ha superato le aspettative attestandosi al 5%.

### Le previsioni sulla crescita mondiale elaborate dal FMI per ogni anno e la crescita effettiva

(var % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FMI

Il 3,1% stimato per quest'anno rappresenta una delle previsioni più basse dall'avvio della crisi nell'estate del 2007. Il valore è frutto di un miglioramento delle stime per un numero limitato di paesi (soprattutto Giappone, Canada e Regno Unito), di una sostanziale invarianza per altri (Stati Uniti e paesi dell'Est Europa) e di un calo rispetto alle precedenti stime per il restante gruppo di paesi. Relativamente all'Area euro le previsioni continuano a essere riviste al ribasso: per il 2013 la crescita stimata è passata dal -0,4% di aprile al -0,6%, mentre la crescita prevista per il 2014 non arriverebbe all'1%. A pesare sulle sorti dell'area sarebbe soprattutto il peggioramento previsto negli stati membri in maggiore difficoltà, ma anche un rallentamento della Germania, che nelle stime del Fondo lascerà sul terreno 0,3 punti percentuali di crescita. Tra i valori più bassi dell'area troviamo ancora una volta quelli di Italia (a -1,8%, 0,3 punti in meno della stima di aprile) e Spagna (-1,6%), mentre per la Francia si stima un -0,2%. Per l'Area euro il dato di fine anno sarà peraltro influenzato dall'evoluzione della situazione in Portogallo e Grecia.

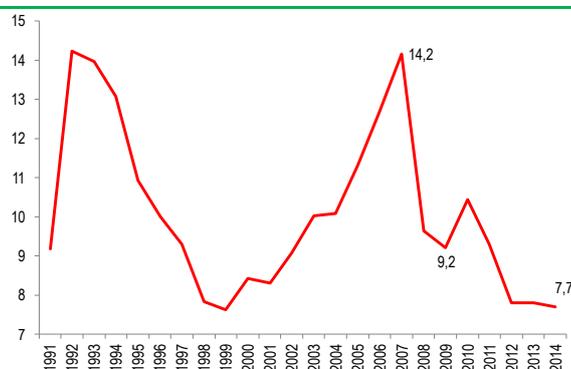
Le sorti dell'economia mondiale risentiranno però, soprattutto in prospettiva, della previsione al ribasso relativa ai paesi emergenti, che dal +5,3% di aprile scende al +5%, una soglia che, ad esclusione del 2009, non era mai stata toccata dal 2003 a oggi. Il calo delle stime ha riguardato tutti i principali paesi emergenti, ma soprattutto la Russia, che nel 2013 dovrebbe crescere 0,9 punti percentuali in meno di quanto previsto ad aprile (al 2,5%) e nel 2014 0,5 punti in meno (al 3,3%). Rivista al ribasso anche la stima per il Brasile (al 2,5% dal 3% stimato in precedenza) e per l'India (al 5,6% dal 5,8%). Dal punto di vista prospettico è però soprattutto il dato cinese a destare interesse, il Fondo ha infatti ridotto di 0,3 punti la stima di crescita per il 2013 (a 7,8%), e di 0,6 punti quella del 2014 (a 7,7%). Le previsioni (vicine anche a quelle dello stesso Governo cinese e di altri istituti internazionali) indicano che il paese, alla ricerca di un modello di crescita diverso e alle prese con problemi la cui soluzione sembra ormai non più rinviabile, difficilmente in futuro potrà dare all'economia globale un contributo di dimensioni analoghe a quelle degli ultimi anni. D'altro canto è difficile

individuare tra gli emergenti nuovi motori in grado di sostituire nel breve periodo, almeno in parte, la Cina. A sostenere l'economia mondiale potrebbe in parte candidarsi il Giappone, grazie anche alla ulteriore spinta espansiva data dal Governo Abe (uscito rinforzato dalla recenti elezioni). Tuttavia da più parti si comincia a ipotizzare una sorta di "ritorno al passato", ossia un'economia mondiale spinta dal vecchio motore americano, con il carburante dei consumi della classe media a loro volta sostenuti da un mercato immobiliare in ripresa. L'ipotesi ha fondamento, ma dopo una lettura attenta dei dati rimane controversa.

### La Cina rallenta e cerca un nuovo modello di crescita

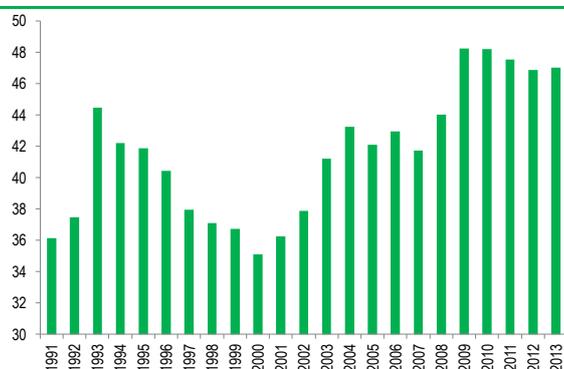
Le previsioni del Fondo di inizio luglio certificano per la Cina una fase di rallentamento: il +7,8% stimato per il 2013 rappresenta in effetti il valore più basso dal 1999; neanche durante il periodo peggiore della crisi globale il paese aveva rallentato così (nell'*annus horribilis* 2009 la crescita aveva infatti superato il 9%). Nonostante il rallentamento, la Cina continua a contribuire alla crescita mondiale più che ogni altro paese, tuttavia la situazione presenta molti elementi di complessità. Al di là dei dati sul Pil (che peraltro nel II trimestre dell'anno è cresciuto più che nel primo) ciò che appare più problematico è il passaggio verso un modello in cui i consumi interni abbiano un ruolo maggiore, alleggerendo nel paese la dipendenza dalla domanda estera e dagli investimenti (che oggi contano per il 47% del prodotto nazionale contro il 42% precedente la crisi globale). Il passaggio non sembra semplice: nei primi cinque mesi del 2013 gli investimenti fissi lordi sono aumentati del 20,4%, dopo il +20,6% del 2012: la costruzione di strade e infrastrutture ha così in parte controbilanciato il rallentamento della produzione industriale, cresciuta nello stesso periodo del 9,4% dal 10% del 2012. In particolare, tra marzo e giugno gli investimenti sono stati la principale componente della crescita, il loro contributo è stato quasi doppio rispetto a quello dei consumi, e l'idea è che se le amministrazioni locali e le imprese pubbliche dovessero interrompere il flusso di risorse destinate alla costruzione di infrastrutture e strade il rallentamento sarebbe molto più accentuato. Il rischio per un'economia spinta in gran parte dagli investimenti è che si crei un eccesso di capacità produttiva e una contrazione dei rendimenti degli investimenti stessi. Entrambe le cose si stanno in effetti verificando in Cina.

**Andamento del Pil cinese**  
(var % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FMI

**Peso degli investimenti totali sul Pil in Cina**  
(val. %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FMI

Secondo un recente studio del Fondo il rendimento degli investimenti è sceso intorno al 16% dal 25% degli anni Novanta; inoltre, nell'ipotesi che (dato il trend demografico attuale) la forza lavoro inizi a declinare dal 2015, entro il 2020 l'ulteriore riduzione dei ricavi sarebbe tale da determinare fallimenti e perdite finanziarie che avrebbero notevoli ripercussioni in termini di occupazione e crescita (che secondo il Fondo si fermerebbe intorno al 4%), mentre il Pil procapite rimarrebbe pari a un quarto di quello americano fino a oltre il 2030.

Nel processo di cambiamento cinese lo scenario peggiore sarebbe ovviamente quello in cui il calo degli investimenti non fosse bilanciato da un pronto aumento dei consumi, scenario che non è da escludere.

Il mercato del lavoro per ora non sembra aver risentito del rallentamento della crescita: secondo alcune indagini governative presso i centri d'impiego, nel paese nel II trimestre erano disponibili 6,1 milioni di nuovi posti di lavoro a fronte di 5,7 milioni di persone in cerca di occupazione, vale a dire che per ogni disoccupato vi erano circa 1,07 posti, un valore solo leggermente inferiore a quello del primo trimestre. Ma i segnali di incertezza si moltiplicano: la crescita del reddito dei lavoratori urbani (una *proxy* delle retribuzioni dei colletti bianchi) è scesa al +6,5% nel primo semestre di quest'anno, dal 9,6% dello scorso. Soprattutto, vi è nel paese incertezza sulla capacità dell'economia di assorbire la coorte di laureati di quest'anno che si prevede raggiungerà la cifra record di sette milioni. Il rischio è che l'insoddisfazione della porzione più giovane e istruita del paese crei instabilità sociale e che si combini con un ritorno della popolazione nelle campagne, cosa peraltro avvenuta nel 2008 quando 20 milioni di lavoratori persero il lavoro e abbandonarono le città. L'idea è che una fuga verso le campagne in periodi di rallentamento economico possa ulteriormente rallentare la transizione verso il nuovo modello.

Nel tentativo di creare nuovi consumatori il premier Li Keqiang ha di recente posto al centro dell'agenda economica e sociale un'accelerazione del processo di urbanizzazione. Il piano prevede di spostare 100 milioni di persone dalle campagne alle città nei prossimi dieci anni; si tratta tuttavia di un progetto tutt'altro che facile da realizzare, anche perché la Cina negli ultimi anni ha assistito già a fenomeni di dimensioni analoghe: negli ultimi trenta anni circa 400 milioni di persone si sono spostate dalle campagne alle città e oggi in effetti il paese ha un tasso di urbanizzazione che per la prima volta nella sua storia è superiore al 50%. Il progetto porrà ulteriore pressione al settore immobiliare, le cui condizioni rappresentano peraltro uno dei nodi più controversi da sciogliere.

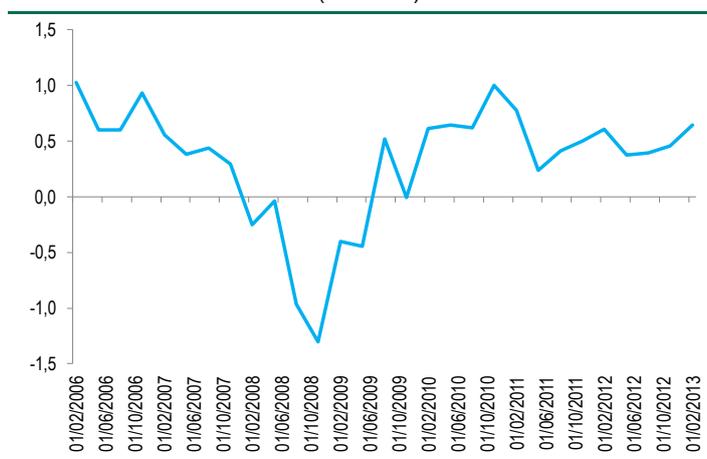
I prezzi degli immobili nei mesi scorsi in Cina hanno infatti ricominciato a crescere: ad aprile le quotazioni nelle principali città del paese sono cresciute in media del 5% a/a, ma aumenti ben più ampi si osservano nelle città costiere. Il settore immobiliare rappresenta in Cina una fonte molto importante di crescita e occupazione: nel corso del 2012 gli investimenti nell'immobiliare hanno rappresentato l'8,8% del Pil. Il settore subisce però ampie fluttuazioni: dal lato dell'offerta il fatto che i governi locali traggano dalla vendita dei terreni edificabili gran parte dei loro guadagni genera rischi di eccesso di offerta, dal lato della domanda il rischio è la creazione di una bolla speculativa, perché l'investimento nell'immobiliare è ancora piuttosto remunerativo (soprattutto se confrontato con i tassi di interesse prossimi allo zero offerti sui depositi bancari) e soggetto a un trattamento fiscale di favore. Su quest'ultima ipotesi gli indicatori forniscono però ancora valutazioni orientate all'assenza di una bolla: il confronto tra prezzo e reddito corrente con i valori di lungo periodo mostra una sottovalutazione del 35% dell'immobiliare residenziale cinese (seconda solo al mercato giapponese, fermo ormai da due decenni) mentre quello basato sul rapporto prezzo-affitto mostra una sopravvalutazione pari ad appena il 6%.

## Il ruolo chiave dei consumatori USA

Le condizioni in cui versa oggi la domanda della classe media americana, tra le più colpite dalla crisi dei mutui *subprime*, non ne farebbero un candidato ideale a sostenere la crescita mondiale nel lungo periodo. Tuttavia, alcuni elementi suggeriscono che questa componente possa svolgere un ruolo importante nel breve periodo, quanto meno per puntellare la situazione in attesa che qualche motore più potente sia rimesso in funzione; e ciò perché i consumi privati americani contano ancora circa il 16% della domanda mondiale. È lo stesso Fondo a sottolineare come negli Stati Uniti la domanda privata quest'anno e il prossimo dovrebbe rimanere solida, grazie alla ripresa del mercato immobiliare e a condizioni finanziarie ancora molto accomodanti. Lo scenario è però controverso. Sul mercato del lavoro le condizioni, pure in miglioramento, non hanno portato a una sostanziale riduzione del tasso di disoccupazione, che rimane più vicino all'8 che al 7%. Questo accade perché nonostante l'occupazione non agricola continui a salire su base annua da luglio 2010, si sta riversando sul mercato del lavoro una porzione crescente degli inattivi che va inevitabilmente ad ampliare anche il numero dei senza lavoro. I consumi privati sono comunque in ripresa, nonostante il salario mediano sia andato diminuendo negli ultimi anni (-5,4% dall'inizio della ripresa). Dopo la lunga serie di trimestri negativi iniziata nel II trimestre 2009, dal IV trimestre del 2010 le variazioni annuali dei consumi privati hanno registrato il segno "più", con aumenti superiori al 4% dal II trimestre del 2011. Le famiglie americane affrontano oggi acquisti rimandati a lungo, come l'automobile (dalla fine del 2009 le immatricolazioni di nuove auto passeggeri nel paese sono cresciute costantemente, sebbene abbia mostrato un rallentamento negli ultimi mesi). Tuttavia gran parte degli acquisti degli statunitensi oggi è finanziato con carte di credito: le famiglie americane, soprattutto sull'onda delle buone notizie provenienti dal mercato azionario e da quello immobiliare, hanno ricominciato ad accumulare debiti e a ridurre progressivamente il loro risparmio, sceso al 2,7% del reddito disponibile; si tratta in effetti di un valore in linea con la media degli anni precedenti la crisi ma inferiore al 4,8% medio registrato durante il biennio 2008-2010 in cui le famiglie americane erano state obbligate a ridurre il loro livello di *leveraging*.

### Andamento trimestrale dei consumi privati americani

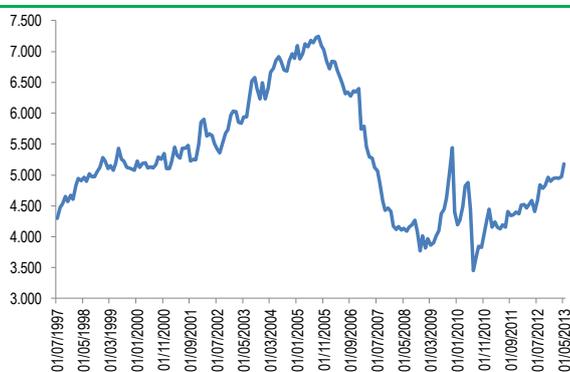
(var % t/t)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FMI

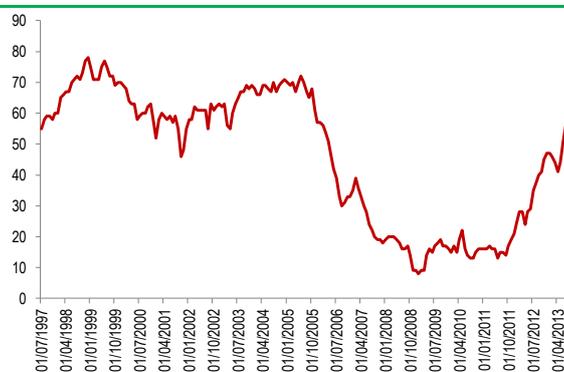
Alla spinta delle famiglie americane a consumare contribuiscono l'aumento dei valori delle attività finanziarie e reali e l'idea (che ripercorre un motivo già ascoltato alcuni anni fa) che tale buon andamento continuerà nei prossimi anni. Oggi però nel paese si tende a sottolineare come ancor peggiore di una classe media che si indebita eccessivamente sia una classe media che non consuma. D'altro canto che vi siano segnali forti di una ripresa del mercato immobiliare è innegabile. A maggio le vendite di case "usate" sono cresciute del 4,2% (si tratta di 5,18 milioni di vendite annualizzate) un valore che non si registrava da novembre 2009. Pur ancora lontano dal massimo registrato nel 2005 (quando in un anno hanno cambiato proprietario 7,1 milioni di unità immobiliari), il dato segue un trend di crescita ormai consolidato, che ha gradualmente ridotto lo stock di invenduto e prodotto un discreto aumento dei prezzi. Sempre a maggio il prezzo mediano di un'abitazione è cresciuto del 15,4% a/a (la variazione maggiore da ottobre 2005), a 208mila dollari, un valore che non veniva raggiunto da luglio 2008. Segnali positivi arrivano anche dall'indice Case Shiller riferito alle prime 20 città del paese, che nello stesso mese ha registrato un aumento dell'1,7% m/m e del 12,1% a/a, la crescita tendenziale maggiore dal picco del 2006. Circa il 18% delle vendite ha riguardato abitazioni pignorate: si tratta di un valore minimo da ottobre 2008, ulteriore segnale a favore di una ripresa del mercato. I prezzi sono peraltro sostenuti dal ritmo ancora blando con cui si costruiscono nuove abitazioni: dopo il picco di 2,3 milioni di nuove unità costruite nel 2006, nei tre anni seguenti non si sono superate le 500mila unità l'anno, passate poi a poco meno di 800mila (si tratta di valori che non si registravano dalla fine degli anni Cinquanta del secolo scorso).

**Andamento delle vendite di case usate negli Stati Uniti**  
(migliaia)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

**Lo stato dell'immobiliare statunitense secondo l'indice elaborato dallo US national association of home builders**



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

In un tale scenario il rischio è che un inasprimento della politica monetaria da parte della Fed, accentuando l'aumento dei tassi sui mutui, non permetta alla ripresa del settore immobiliare di sostenere i consumi. Tali timori appaiono per ora prematuri, e vi è da considerare che il costo dei mutui in rapporto al reddito annuo per le famiglie americane è oggi estremamente basso: 17% contro un valore storicamente intorno al 24%. Nel IV trimestre del 2012 inoltre il servizio del debito totale per le famiglie americane è sceso al livello più basso dall'inizio degli anni Ottanta; i dati più recenti rilasciati dalla Fed indicano nel I trimestre di quest'anno un leggero aumento che lascia però il valore ancora a livelli molto bassi. Peraltro, la condizione di molte famiglie è migliorata proprio grazie all'aumento dei prezzi immobiliari: nell'ultimo anno per 1,7

milioni di abitazioni il valore ha superato il mutuo sottostante. La tenuta del comparto famiglie sembrerebbe inoltre oggi garantita dal livello ragguardevole raggiunto dalla ricchezza netta: 70,3 trilioni di dollari, il valore più alto di tutti i tempi (anche se inferiore al livello pre-crisi se rapportato al Pil). Va tuttavia sottolineato che parte delle famiglie si è liberata del debito dichiarando fallimento, cosa che ha ridotto il numero dei proprietari di abitazione passati al 65% dal 69% del 2005.

Nel complesso, pertanto, la situazione delle due maggiori potenze economiche al Mondo presenta elementi di ottimismo ma anche molte criticità che non permettono a nessuna delle due di svolgere da sola il gravoso compito di locomotiva dell'economia mondiale. In Cina il passaggio verso un modello più basato sui consumi privati richiede modifiche anche culturali che impiegano tempo. La fase di transizione dovrà essere gestita con attenzione, avendo cura di non eliminare prima del necessario il contributo degli investimenti. Dall'altra parte del pianeta la sfida sarà quella di evitare che errori del recente passato vengano commessi di nuovo, impedendo che l'euforia sulle sorti dell'immobiliare mini le fondamenta ancora fragili della ripresa.

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.

