

FOCUS ON

Quant'è profonda la tana del Bianconiglio?

A cura dell'Ufficio
Studi Economici

Cina e mercati emergenti tra balzi e bolle,
panico e opportunità

EXECUTIVE SUMMARY

- *Le ultime settimane hanno riproposto le tesi di una stagnazione perenne o di bolle speculative come unico strumento per alimentare la crescita economica. La Cina ha visto crescere la sua terza bolla in sei anni, questa volta di natura finanziaria. Al di là delle isterie finanziarie di questi giorni, non bisogna dimenticare il cambiamento strutturale che sta avvenendo nel Gigante Asiatico: Pechino sta conducendo la propria economia verso un modello di sviluppo di medio-lungo periodo, più concentrato sui consumi.*
- *La bolla cinese alza il velo sulla tenuta dell'economia reale degli altri mercati emergenti e sulla loro domanda di beni e servizi. SACE ha analizzato i primi venti mercati emergenti di destinazione dell'export italiano per comprendere quali geografie siano effettivamente vulnerabili a shock esogeni.*
- *Cina, Arabia Saudita, Emirati e Polonia, che rappresentano il 28% dell'export italiano verso i Mercati Emergenti sono destinazioni importanti per le merci italiane su cui continuare a puntare, al netto delle fluttuazioni congiunturali. Il potenziale export aggiuntivo italiano verso questi quattro Paesi potrebbe superare complessivamente gli 11 miliardi nei prossimi 3 anni, cifra equivalente al 30% dell'export attuale.*
- *Al contrario, Argentina, Sudafrica, Brasile, Russia e Turchia (ma anche, seppur in modo più circoscritto, Cile, Egitto e Malesia) si trovano meno al riparo dalle turbolenze. La maggior vulnerabilità della galassia degli emergenti nel suo insieme può essere comunque gestita attraverso strumenti adeguati di copertura del rischio.*

CINA: CALMA, NESSUNA CATASTROFE ALL'ORIZZONTE

"This latest financial turmoil raises a broader question: why have we been having so many bubbles? For it's now clear that the flood of money into emerging markets, was yet another in the long list of financial bubbles over the past generation" (Paul Krugman, 2013).

Le ultime settimane hanno riproposto lo spettro della saturazione del mercato, accreditando le tesi di una stagnazione perenne o di bolle speculative come unico strumento per alimentare la crescita economica. La Cina, che negli ultimi decenni ha fatto registrare tassi di crescita a due cifre, ha visto crescere la sua terza bolla in sei anni. Questa volta di natura finanziaria, dopo quella del mercato immobiliare e dell'indebitamento privato e degli enti locali.

I tonfi ripetuti della borsa di Shanghai sono risuonati su tutti i principali mercati finanziari. A ben vedere, però, l'indice di Shanghai era più che raddoppiato nei dodici mesi precedenti, molte aziende quotate capitalizzavano 100 volte il proprio fatturato (con un P/E⁰¹ che tendeva in alcuni casi all'infinito) e circa 6.000 miliardi di USD (tre volte e mezzo il PIL italiano) erano investiti in *hedge fund* e ETF⁰² a carattere speculativo. Gli shock di queste settimane non sembrano però riflettere i fondamentali dell'economia reale e un "aggiustamento" dei listini appariva quantomeno prevedibile.

In un contesto sopravvalutato, i capitali finanziari avevano già cominciato a prendere il largo mesi fa (400 miliardi di USD fuoriusciti dalla Cina nella prima metà dell'anno) e oggi l'attenzione sembra già essersi spostata sulla maggiore mobilità della valuta. Dopo un apprezzamento del 24% nell'ultima decade, il governo cinese ha infatti svalutato lo yuan del 3%. L'azione moderata adottata dalla Banca Centrale cinese è un segnale che va più nella direzione di una maggiore liberalizzazione del regime di cambio che di un sostegno dell'export nel breve periodo, ma a nostro parere il deprezzamento rimarrà contenuto. Una svalutazione eccessiva dello yuan andrebbe infatti contro gli interessi di Pechino, se l'obiettivo di medio termine rimane quello di avvicinarlo al gotha delle valute internazionali, facendolo rientrare nel paniere delle valute del FMI per il calcolo degli *Special Drawing Rights*⁰³.

Al di là delle isterie finanziarie di questi giorni, non bisogna poi dimenticare il cambiamento strutturale che sta avvenendo nel Paese: Pechino deve condurre la propria economia verso un cambiamento sostanziale nel medio-lungo termine, anche al costo di ripercussioni negative nel breve e la transizione verso un modello di sviluppo che punti sui consumi, invece che su esportazioni e investimenti, può rallentare la crescita del PIL. Si tratta di un aggiustamento che può richiedere anche anni e per il quale occorrono determinazione politica e risorse economiche, che la Cina comunque possiede ma che è oggi sta utilizzando in maniera più cauta, soprattutto se paragonate agli ingenti stimoli messi in campo nel 2009. Proprio questo atteggiamento meno interventista da parte delle autorità cinesi e più aperto al mercato ha causato un certo panico sulle piazze d'affari.

⁰¹ Price/Earnings, rapporto tra prezzo dell'azione e utile atteso per ogni azione

⁰² Fonte Muzinich.com

⁰³ Gli SDR sono un'unità di conto adottata dal FMI, il cui valore è ricavato da un paniere di valute (ad oggi USD, Euro, Yen e GBP)

ALLA RICERCA DI CERTEZZE, TRA FANTASMI E PAURE

La propagazione degli effetti della bolla cinese agli altri mercati emergenti alza il velo sulla tenuta dell'economia reale di questi Paesi – più che del gigante asiatico – e, quindi, sulla loro domanda di beni e servizi, forse ancor più preziosa per le aziende italiane di quella proveniente dal lontano oriente (la Cina nel suo insieme rappresenta “solo” il 2,6% del nostro export). Che il *turmoil* sia generalizzato appare abbastanza evidente osservando l'andamento dell'indice MSCI di Paesi emergenti e Paesi avanzati⁰⁴ (Figura 1): a differenza del 2009, questo *turmoil* interessa molto più marcatamente gli emergenti, ma negli ultimi 5 anni la ciclicità dell'afflusso e deflusso di capitali – soprattutto *equity* - da queste geografie è stata molto più ravvicinata, confermando la natura finanziario-speculativa di questi movimenti.

FIGURA 1. *Andamento mercati azionari (agosto 2008 = 100)*



Fonte: Thomson Reuters

⁰⁴ L'indice MSCI World prende in considerazione 23 mercati avanzati

L'altro fantasma che si aggira per il mondo è la caduta dei prezzi delle *commodity*: carbone e acciaio prima, gas naturale e petrolio poi. E' l'export di *commodity* che infatti ha alimentato la domanda dei Paesi emergenti e la crescita globale post-2008. Ma anche in questo caso abbiamo la memoria corta: nel 2008 è stato proprio il crollo del greggio (da 146 dollari al barile in luglio a 34 in novembre) a dare un contributo importante alla ripresa globale dell'economia e dei mercati finanziari.

Oggi la compressione dei prezzi deriva da un eccesso di offerta più che da un problema di domanda: i Paesi produttori ne soffriranno un po' – ma gran parte di essi sono ben attrezzati per sostenere lo sforzo – e svaluteranno le loro valute per farvi fronte, gli altri trarranno beneficio dall'efficienza energetica e dall'abbondante energia a buon mercato.

Le minori entrate per i Paesi esportatori di materie prime, con la conseguente riduzione della spesa pubblica e accresciuti livelli di debito, insieme alle turbolenze valutarie innescate sull'onda delle mosse attese dalla *Federal Reserve* USA, sono fenomeni in corso che colpiscono più duramente le economie emergenti in fase di *catch-up*, indebolendone i fondamentali economici e le prospettive di crescita.

LE STAGIONI DEGLI ALTRI: A QUALI PORTE STA BUSSANDO IL GENERALE INVERNO?

Quali sono i Paesi emergenti a maggior rischio, anche in termini di prospettive per l'export e le imprese italiane? Per comprendere quali geografie, nel contesto attuale, siano più o meno vulnerabili a shock esogeni, abbiamo analizzato i venti principali mercati emergenti di destinazione dell'export italiano (rappresentano il 20% dell'export italiano nel 2014), che totalizzano circa il 46% del PIL mondiale e importano il 35% delle merci scambiate.

Nel considerare l'esposizione di questi Paesi alle turbolenze in corso sui mercati internazionali ne abbiamo valutato la posizione su una serie di variabili sensibili per valutarne la capacità di assorbire shock esogeni (Tabella 1), classificandoli in tre categorie: geografie a bassa, media e alta vulnerabilità (per i dati originali si rimanda all'allegato 1 in fondo al documento).

	SACE Credit Risk Index	Crescita PIL (outlook '15)	Debito estero	Riserve valutarie	Cambio vs USD 2015 (gennaio vs agosto)	Cambio vs EUR 2015 (gennaio vs agosto)	Variazione borsa (da 01/09/2014)	Variazione borsa (da 01/06/2015)
Algeria	!	→	●	●	↓	↓	*	*
Arabia Saudita	✓	→	▲	●	**	↑	↓	↓
Argentina	✗	↓	●	◆	→	→	→	↓
Brasile	!	↓	▲	●	↓	↓	↓	↓
Cile	✓	→	◆	▲	↓	→	→	↓
Cina	!	↑	●	●	→	↑	↑	↓
Colombia	!	↑	▲	▲	↓	↓	↓	↓
EAU	✓	↑	◆	***	**	↑	↓	→
Egitto	✗	↑	●	◆	→	→	↓	↓
India	!	↑	●	▲	→	↑	→	↓
Indonesia	!	↑	▲	▲	→	→	↓	↓
Malesia	✓	↑	◆	◆	↓	→	↓	↓
Messico	!	→	▲	▲	↓	→	→	↓
Nigeria	✗	↑	●	◆	→	→	↓	↓
Polonia	!	↑	◆	▲	↑	↑	→	↓
Russia	✗	↓	▲	●	→	↑	↑	↑
Sudafrica	!	→	▲	▲	↓	→	→	↓
Sud Corea	✓	↑	▲	▲	→	→	↓	↓
Tailandia	!	↑	▲	▲	→	→	↓	↓
Turchia	!	↑	◆	▲	↓	↓	→	↓

* La borsa algerina non è stata considerata data la sua dimensione ridotta rispetto agli altri mercati e all'impatto estremamente limitato sull'economia reale

** Paesi che adottano l'ancoraggio valutario sul dollaro statunitense.

*** Le riserve ufficiali non conteggiano i fondi disponibili nel fondo sovrano, superiori USD 700 miliardi, equivalenti a circa 50 mesi di import cover.



BASSA VULNERABILITÀ

Cina: debito estero limitato e abbondanti riserve in valuta assicurano un *buffer* sufficiente per contrastare le fluttuazioni di breve periodo. La *performance* di borsa, per quanto fortemente negativa nel passato recente, è ancora oggi superiore ai livelli di un anno fa.

Arabia Saudita e EAU: nonostante il crollo dei prezzi del petrolio, le riserve estere sono abbondanti, sufficienti ad assorbire un periodo di moderazione sul mercato delle *commodity* relativamente lungo, senza preoccupare sulla capacità di difesa della valuta.

Algeria, India, Polonia: in questi Paesi l'export italiano è attualmente pari a circa 18 miliardi di Euro. Nonostante le turbolenze valutarie, le divise di questi Paesi (eccezion fatta per l'Algeria) hanno registrato un apprezzamento nei confronti dell'euro da inizio anno⁰⁵, preservando la competitività delle esportazioni europee e quindi italiane. SACE stima un potenziale incremento delle vendite di beni italiani in queste geografie intorno ai 6 miliardi di Euro nei prossimi 3 anni.



MEDIA VULNERABILITÀ

Egitto: le riserve estere sono basse ma in progressiva ricostituzione grazie al supporto garantito dai Paesi del Golfo. Nonostante le ripercussioni del *turmoil* internazionale subite dai corsi azionari, le prospettive di crescita sono positive e l'*outlook* sul rischio di credito è in miglioramento.

Indonesia: la borsa ha risentito del crollo sui listini di Shanghai. Il tasso di cambio rimane comunque relativamente stabile e le prospettive di crescita positive (+5,2%).

Messico: un terzo delle entrate dello stato provengono dal settore *oil*, pertanto il calo del prezzo del petrolio e il processo di liberalizzazione del mercato dell'energia, sono fattori di criticità, almeno nel breve termine. L'economia messicana è anche fortemente connessa con quella statunitense; pertanto il deprezzamento del peso nei confronti del dollaro se, da un punto di vista valutario rappresenta un fattore di vulnerabilità, dall'altro dona alle merci messicane maggiore competitività.

Cile, Colombia, Malesia, Nigeria, Sud Corea, Thailandia: l'euro, fatto salvo il peso colombiano verso il quale si è registrata una forte perdita di competitività, ha registrato un moderato apprezzamento nei confronti delle

⁰⁵ Buona parte delle fluttuazioni sui cambi bilaterali con l'euro sono imputabili alle variazioni del tasso di cambio medio USD/ EUR, sceso di circa il 5% da gennaio.

altre valute di questo gruppo. In tale contesto le esportazioni italiane potrebbero esserne influenzate negativamente nel breve termine (seppur leggermente). Tuttavia, i grandi programmi infrastrutturali e di investimento in corso in alcune di queste geografie mantengono invariate le opportunità di business per le aziende italiane.



ALTA VULNERABILITÀ

Argentina: il basso valore del debito estero è frutto dell'impossibilità per il Paese di accedere ai mercati internazionali a causa del *default* dello scorso anno. Le riserve sono basse, esposte alle politiche di cambio controllato e le prospettive di crescita sono negative (-0,3%).

Brasile: prospettive negative a causa del mercato debole delle *commodity* e volatilità nel tasso di cambio. Il Pil 2015 è previsto in decrescita dell'1%.

Russia: nonostante alcuni indicatori mostrino un andamento positivo nel periodo considerato (in particolare, tasso di cambio e borsa), il Paese sconta ancora gli effetti di un pesante deprezzamento del rublo avvenuto tra la fine 2014 e l'inizio del 2015. Pertanto l'andamento del tasso di cambio nella prima metà dell'anno non deve essere interpretato come una maggiore competitività dell'euro.

Le prospettive di crescita sono inoltre negative, influenzate dal contesto negativo sul mercato delle materie prime e per le tensioni politico-commerciali con USA e Europa.

Sudafrica: Il calo del prezzo delle *commodity* ha influito negativamente su uno dei settori chiave del Paese già colpito dai frequenti scioperi, quello minerario. I conti pubblici sono vulnerabili a shock esterni, in quanto dipendenti dall'afflusso di investimenti di portafoglio provenienti dall'estero; questo, unito all'ulteriore deprezzamento del rand, offusca le prospettive di crescita.

Turchia: nonostante le prospettive di crescita siano positive, il Paese è particolarmente vulnerabile a *shock* esogeni di breve periodo a causa della dipendenza dai flussi di capitali esteri a breve termine.

L'euro ha mostrato un forte apprezzamento nei confronti delle valute di questi quattro Paesi pertanto, oltre alle criticità già elencate, le imprese esportatrici dovranno fronteggiare la concorrenza di merci a minor costo di provenienza extra-eurozona e far maggiormente leva sulla qualità dell'offerta, anche in termini di pacchetti finanziari a favore della controparte.

CONCLUSIONI

Nei Paesi emergenti le attività di export e internazionalizzazione presentano ancora buone prospettive, nonostante le fluttuazioni di breve periodo sui mercati finanziari. Queste ultime potranno causare comunque delle difficoltà alle economie meno attrezzate (Paesi a media e alta vulnerabilità) che vanno monitorate con cautela nei prossimi mesi.

In particolare: Cina, Arabia Saudita, EAU e Polonia, che rappresentano il 28% dell'export italiano verso i mercati emergenti (equivalente al 7,8% dell'export totale), sono destinazioni importanti per le merci italiane, su cui continuare a puntare, al netto della congiuntura. L'incremento potenziale di export italiano verso questi quattro Paesi potrebbe superare complessivamente gli 11 miliardi nei prossimi 3 anni, cifra equivalente al 30% dell'export attuale.

Nei Paesi a media e alta vulnerabilità, l'operatività delle imprese può essere maggiormente tutelata attraverso strumenti in grado di garantire un'adeguata copertura dai rischi e consentire una maggiore competitività finanziaria dell'offerta, compensando in tal modo lo svantaggio derivante dalle fluttuazioni valutarie. Le turbolenze valutarie potrebbero portare i Paesi che soffrono debolezze strutturali a porre in essere misure restrittive alla convertibilità e al trasferimento di valuta. Non sono peraltro da escludere, in determinati contesti, rivolgimenti politici che potrebbero minare l'operatività e l'apertura agli scambi dei rispettivi Paesi. Anche qui è possibile continuare a investire in questi mercati dotandosi di strumenti di copertura adeguati.

CONTATTI

Servizio clienti:



Ufficio stampa:

+39 06 6736888 - ufficio.stampa@sace.it

	SACE Credit Risk Index (0-100)	Crescita PIL (outlook '15)	Debito estero (outlook 2015, in % del PIL)	Riserve valutarie (outlook 2015, in mesi di import)	Cambio vs USD 2015 (gennaio vs agosto)	Cambio vs EUR 2015 (gennaio vs agosto)	Variazione borsa (da 01/09/2014)	Variazione borsa (da 01/06/2015)
Algeria	47	2,6%	2	26,8	15,3%	10,0%	*	*
Arabia Saudita	25	3,0%	25,2	32,1	**	-4,7%	-32,1%	-22,2%
Argentina	96	-0,3%	21,8	4,3	7,4%	2,3%	-1,7%	-9,1%
Brasile	43	-1,0%	30	14,5	32,5%	26,2%	-27,1%	-16,0%
Cile	23	2,7%	60,2	5,8	10,4%	5,2%	-7,7%	-7,8%
Cina	35	6,8%	9,1	21,7	1,6%	-3,1%	32,7%	-38,6%
Colombia	42	3,4%	33,9	7,6	24,4%	18,5%	-39,7%	-12,6%
EAU	29	3,2%	58,7	***	**	-4,7%	-15,5%	-5,0%
Egitto	80	4,0%	15,8	3,5	7,6%	2,6%	-27,7%	-21,8%
India	48	7,5%	19,5	7,1	4,1%	-0,8%	-3,1%	-6,5%
Indonesia	58	5,2%	31,8	7,2	9,0%	3,9%	-18,3%	-18,9%
Malesia	31	4,8%	64,5	4,4	12,2%	7,0%	-16,2%	-10,3%
Messico	34	3,0%	41,9	5,2	11,8%	6,6%	-7,5%	-6,1%
Nigeria	67	4,8%	5	3,8	6,9%	1,9%	-30,4%	-15,4%
Polonia	39	3,5%	73,2	5,2	-2,3%	-6,9%	-5,8%	11,2%
Russia	71	-3,8%	36,5	11,6	1,4%	-3,3%	19,1%	2,5%
Sudafrica	40	2,0%	40,8	5,1	11,0%	5,7%	-4,2%	-5,9%
Sud Corea	24	3,3%	30,1	7,7	8,2%	3,1%	-10,7%	-12,2%
Tailandia	47	3,7%	34,8	6,9	7,8%	2,7%	-15,4%	-11,5%
Turchia	53	3,1%	53,4	5,6	21,4%	15,7%	-9,1%	-8,6%

Fonte: SACE, FMI, EIU, Thomson Reuters

* La borsa algerina non è stata considerata data la sua dimensione ridotta rispetto agli altri mercati e all'impatto estremamente limitato sull'economia reale

** Paesi che adottano l'ancoraggio valutario sul dollaro statunitense.

*** Le riserve ufficiali non conteggiano i fondi disponibili nel fondo sovrano, superiori USD 700 miliardi, equivalenti a circa 50 mesi di import cover.