



## CRESCITA MONDIALE GIÙ DI 1 PUNTO SE LA CINA RALLENTA DI 2

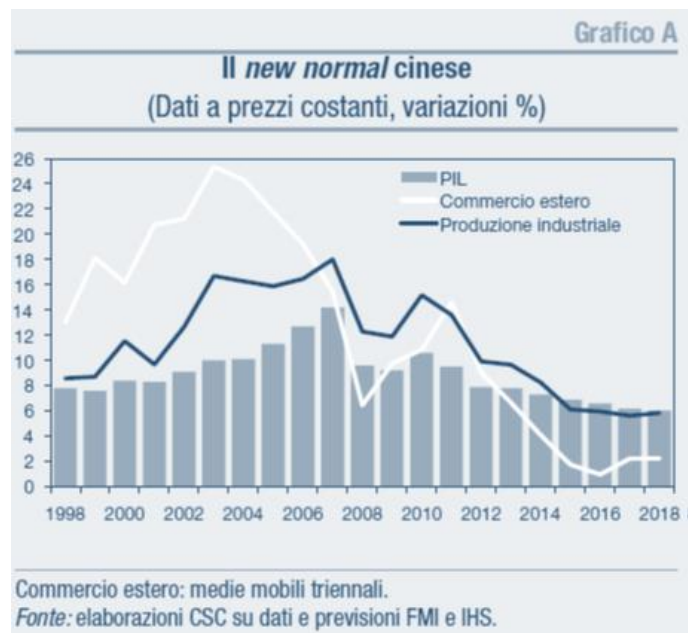
La Cina è il più potente motore dell'economia globale. In parità di potere d'acquisto, **il suo PIL è pari al 17,9% di quello mondiale nel 2016**, più elevato anche di quello USA (15,6%; stime FMI); con un incremento del 6,6% nel 2016, esso contribuisce per 1,14 punti percentuali alla crescita mondiale (pari al 3,1%), cioè per il 36,9% del totale. **Cosa accadrebbe se il motore cinese perdesse colpi?** Gli effetti diretti e indiretti sull'economia globale sarebbero molto significativi: secondo stime del CSC, un rallentamento di 2 punti percentuali dell'economia cinese causerebbe una frenata di 1 punto della crescita mondiale; molto più dei -0,35 punti che si ottengono calcolando meccanicamente il minore contributo del PIL cinese e ignorando gli effetti della sua frenata sulla dinamica delle altre economie.

La crescita cinese, peraltro, **ha già rallentato**, passando da un tasso medio annuo dell'11,7% nel quinquennio pre-crisi (2003-2007) al 6,6% nel 2016, ed è attesa scendere gradualmente sotto la soglia del 6% nel 2020, secondo le previsioni dell'FMI (Grafico A). Il ritmo di crescita della produzione industriale è calato dal 16,7% nel 2003-2007 al 6,0% nel 2016 (+5,6% atteso nel 2017; stime IHS). Il commercio con l'estero, che aveva registrato tassi di crescita record prima della crisi (+22,3% medio annuo nel 2003-2007), è addirittura calato dell'1,4% nel 2015 (-6,1% in valore, al netto dei prodotti petroliferi) ed è atteso espandersi a bassi ritmi nello scenario previsto dell'FMI.

**Il new normal cinese è l'effetto di un processo fisiologico**, perché, raggiunto un certo livello di sviluppo industriale, il *driver* della crescita passa dal settore manifatturiero ai servizi, dagli investimenti ai consumi e dall'export alla domanda interna. In Cina, inoltre, è in atto già dal 2004 un forte processo di sostituzione delle importazioni con produzioni interne di beni intermedi e di investimento; di conseguenza, si è interrotto e poi invertito il trend di maggiore partecipazione alle catene del valore, su scala sia regionale sia globale. Ciò ha già avuto un ruolo molto significativo nella frenata del PIL e, soprattutto, degli scambi mondiali.

**Il commercio globale**, che nel ventennio pre-crisi era cresciuto a un ritmo più che doppio di quello del PIL (al 7,0% annuo contro il 3,3%; misure a cambi di mercato), negli ultimi cinque anni ha registrato un passo più lento (+1,8% rispetto a +2,6%). In altre parole, l'elasticità del commercio globale al PIL (cioè il rapporto tra le rispettive variazioni percentuali) è scesa da più di 2 a meno di 1.

Secondo stime CSC, **il 28% di questo calo è dovuto al rallentamento della Cina e il 32% a quello degli altri emergenti** (molti dei quali strettamente connessi all'economia cinese)<sup>1</sup>. L'atterraggio morbido (*soft landing*), pilotato dal governo, dell'economia cinese verso il *new normal*, comunque, non è un esito scontato, perché persistono profondi squilibri. In particolare, il debito del settore privato cinese (non finanziario) è a livelli record: in rapporto al PIL, nel primo trimestre del 2016 esso era di 30,1 punti percentuali sopra la tendenza di lungo periodo, registrando il valore nettamente più alto tra i 43 paesi per cui sono disponibili i dati (nell'Eurozona e negli Stati Uniti il debito era sotto la tendenza di lungo periodo, rispettivamente, di 8,8 e di 9,9 punti percentuali; fonte BRI). Secondo molti analisti, inoltre, c'è il rischio di una caduta dei prezzi delle case, che al momento continuano a salire a ritmi molto elevati nelle principali metropoli, anche a causa dei forti vincoli dal lato dell'offerta.



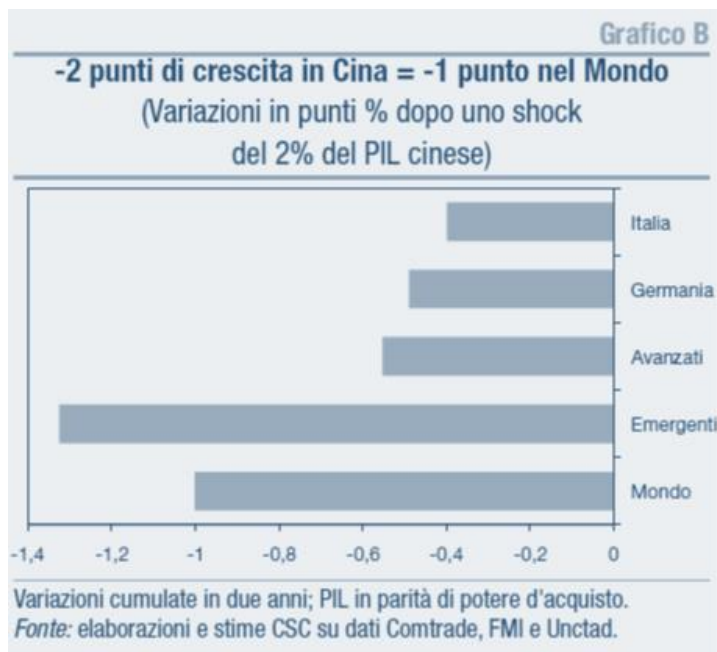
Segue >>

In caso di **hard landing cinese**, gli scossoni si propagherebbero velocemente in tutte le altre economie mondiali. Gli effetti a cascata, infatti, che consistono nella trasmissione anche ad altri paesi di shock i vario tipo che nascono in uno specifico paese, sono cresciuti di importanza negli ultimi decenni insieme all'integrazione tra le economie attraverso i canali commerciali e finanziari.

L'andamento economico della Cina è molto correlato, già a partire dai primi anni Duemila, con quello delle altre economie, specie asiatiche.

Il ruolo sistemico che la Cina ha assunto negli ultimi anni è stato quantificato dal CSC, che ha stimato come cambia la dinamica del PIL mondiale e di alcuni gruppi di paesi, oltre che dell'Italia, in seguito a uno shock del 2% del PIL cinese in un dato anno, per l'anno in cui si verifica lo shock e, in termini cumulati, per l'anno successivo (Grafico B)2.

Secondo le stime del CSC, una frenata di 2 punti percentuali del PIL cinese comporterebbe una minore crescita mondiale di 1 punto cumulato in due anni (in parità di potere d'acquisto). **L'effetto sarebbe particolarmente forte per il gruppo dei paesi emergenti** (-1,3 punti percentuali) e **significativo anche per quelli avanzati** (-0,6); in particolare, il PIL italiano perderebbe 0,4 punti di crescita e quello tedesco 0,5.



1 Si veda "Globalizzazione in stallo: profonde le cause, inadeguate le risposte della politica", in CSC (2016), *Scenari Industriali* n. 7, cap. 2.

2 Si veda "Crescita globale giù al 2,3% se la Cina cresce al 4%", in CSC (2015), *Scenari economici* n.24, pp. 51-53.

## LE CONSEGUENZE ECONOMICHE DELLE ELEZIONI PRESIDENZIALI USA

L'attuazione del programma elettorale di Donald Trump avrà effetti che agiranno attraverso quattro canali. Nell'insieme ne **dovrebbero scaturire una maggior crescita di consumi, investimenti e inflazione, ma anche tassi più alti, cambio più forte e rischi di restrizione del commercio internazionale.**

Anzitutto, c'è l'impatto immediato sui **MERCATI FINANZIARI**. I quali, in base alle promesse della nuova Presidenza, si aspettano una crescita più forte dell'economia americana. Di conseguenza, la Borsa è in crescita (+6,1% l'indice S&P500 a dicembre dai minimi di inizio novembre), perché le migliori attese alimentano la propensione al rischio e spostano i capitali verso le azioni. Le quotazioni salgono, in particolare, per l'attesa di una riduzione delle tasse, di maggiori utili delle imprese, di un rientro dei capitali dall'estero. Il rialzo della Borsa è partito pochi giorni prima dell'esito elettorale.

Inoltre, negli USA aumentano i rendimenti a lungo termine: il *Treasury* a 10 anni è salito di oltre mezzo punto al 2,39% a dicembre (da 1,78% a inizio mese). Ciò avviene proprio perché i capitali fluiscono verso asset più rischiosi, riducendo i prezzi dei bond. L'aumento dei rendimenti dei *Treasury* era iniziato già prima delle presidenziali USA, ma ne è stato molto rafforzato (Grafico A). L'aumento dei rendimenti a lungo termine americani, peraltro, sta guidando analoghi rialzi in Europa. L'attesa di accelerazione della crescita potrebbe in parte auto-avverarsi, proprio tramite l'effetto positivo sul mercato azionario. L'aumento dei tassi a lunga, invece, tende a frenare consumi e investimenti tramite il rincaro del costo del debito.

In secondo luogo, ci saranno implicazioni per la **POLITICA MONETARIA USA**. Già prima delle elezioni, data un'economia vicina al pieno impiego, ci si attendeva che la FED seguisse nei prossimi anni un sentiero (molto graduale) di rialzi dei tassi di interesse a breve, fermi da fine 2015 nella forchetta 0,25-0,50%.

Rimanevano dubbi sull'esatto *timing* dei rialzi, al quale la FED non si è mai legata le mani. Dopo le presidenziali USA la probabilità di un rialzo a dicembre 2016 è cresciuta molto. Ciò è avvenuto proprio perché sono migliorate le attese sulla crescita e, quindi, sugli andamenti di mercato del lavoro e inflazione, le due variabili-obiettivo a cui la FED guarda. In particolare, la promessa espansione fiscale dovrebbe alimentare la dinamica dei prezzi negli USA, riportandola più rapidamente verso il 2,0% annuo (è all'1,6% in ottobre) e quindi sciogliendo le ultime remore della FED a riprendere il percorso dei rialzi. I tassi dunque si avvieranno più rapidamente verso il livello "neutrale", al quale cioè la politica monetaria non stimolerà più l'attività economica. Questa prospettiva di *policy* negli USA, opposta rispetto a quella dell'Eurozona (dove proseguirà l'espansione monetaria con il QE), sta rafforzando il dollaro, salito a 1,06 rispetto all'euro (da 1,11 a inizio novembre) e del 2,7% effettivo nominale. Ciò tende a frenare l'export americano, perché ne riduce la competitività di prezzo.

La terza area di impatto è quella della **POLITICA DI BILANCIO**. La parte maggiore dello stimolo alla crescita dovrebbe provenire dal taglio delle tasse, che prevede per le persone fisiche la riduzione delle aliquote fiscali da sette a tre, l'abbattimento dell'aliquota massima al 33% e l'eliminazione dell'imposta di successione e donazione. Per le persone giuridiche, comporta la diminuzione dell'imposta sulle società dal 35% al 15% e un incentivo fiscale per il rimpatrio dei profitti. La riforma tributaria è condivisa dalla maggioranza del partito repubblicano sia alla Camera sia al Senato e quindi rapidamente attuabile con interventi legislativi. Secondo gli analisti della JP Morgan, il taglio delle tasse dovrebbe ammontare a circa 200 miliardi di dollari (1,1% del PIL), distribuito tra persone fisiche e società, e avere un impatto a partire dal terzo trimestre 2017 che si dispiegherebbe nel 2018, innalzando di 0,3 punti percentuali la crescita del PIL.



Segue &gt;&gt;

Lo stimolo fiscale dovrebbe generare **un'espansione di consumi e investimenti che più che compenserebbe il freno posto dai tassi più alti**. Insieme al rialzo della Borsa e dell'occupazione ciò andrà ad alimentare ulteriormente ricchezza e reddito delle famiglie.

Tale aspettativa si esprime già nel *sentiment* dei consumatori, i cui indicatori, dopo aver recuperato il terreno perduto negli anni di crisi, nella prima rilevazione post-elezioni mostrano un consistente rialzo, passando dall'87,2 della rilevazione di ottobre a 93,8 col dato definitivo di novembre (+7,6%; Grafico B). L'aumento della fiducia può rappresentare di per sé un canale espansivo, nella misura in cui stimoli una crescita dei consumi anche a parità di reddito disponibile netto, agendo sulla propensione a spendere delle famiglie americane in un contesto caratterizzato da attese ampiamente ottimistiche sull'andamento futuro dell'economia e dei redditi. Altri aspetti del programma per la politica di bilancio del neo-eletto Presidente includono l'aumento della spesa in infrastrutture e difesa, con ampio aumento della spesa militare, l'eliminazione di tutte le imposte collegate all'*Affordable Care Act* voluto dal Presidente Obama, la riduzione dei costi dei farmaci attraverso modifiche alle tariffe sui prodotti importati.

Infine, le **POSIZIONI FORTEMENTE PROTEZIONISTICHE DEL PRESIDENTE** Trump influenzeranno la politica commerciale americana, che sarà guidata dal principio '*America First*', all'insegna del rafforzamento dell'attività interna piuttosto che del rispetto degli accordi internazionali. Tenuto conto del fatto che il Presidente ha il potere di imporre tariffe commerciali anche senza il parere del Congresso e che gli USA rappresentano l'ottavo importatore mondiale di merci, è alto il rischio di un forte impatto negativo sugli scambi mondiali. Il TPP negoziato da Obama con 11 paesi del Pacifico (esclusa Cina) è stato già tolto dall'agenda del Congresso per la ratifica. Appare bloccato, a maggior ragione, il TTIP con l'Europa, che così rimane isolata nell'ambito dei grandi accordi sugli scambi internazionali. Nei prossimi mesi, inoltre, permarrà un clima di incertezza riguardo all'entità dell'incremento delle tariffe sul commercio con la Cina. Inoltre è stata prospettata una rinegoziazione del NAFTA con Canada e Messico. La politica antiimmigrazione potrebbe comportare un significativo innalzamento dei controlli di sicurezza alle frontiere, con conseguenti ritardi sui trasferimenti e consegne di merci, in particolare dagli impianti delocalizzati. Non è chiaro se alla retorica elettorale seguiranno azioni conseguenti oppure se le parole estreme si tradurranno in provvedimenti più moderati. Questa mancanza di chiarezza manterrà nel medio termine un elevato grado di incertezza, che secondo alcuni analisti potrebbe abbassare la crescita USA anche di un punto percentuale all'anno. Inoltre, l'imposizione di misure protezionistiche da parte del paese simbolo dell'apertura dei mercati e della globalizzazione potrebbe generare una spirale di chiusura degli scambi commerciali, anche di quelli non particolarmente dipendenti dalle importazioni USA, con generali conseguenze negative sulla crescita del commercio mondiale.

Centro Studi Confindustria, Scenari Economici n.28, 14 dicembre 2016.

