

## MERCATI EMERGENTI DOPO L'ANNO ORRIBILE

di Alessandro Terzulli

Nel 2018 la crescita globale è proseguita a ritmi elevati, pur se in lieve rallentamento, ma allo stesso tempo si è assistito a un'intensificazione del quadro dei rischi, specie a causa delle criticità emerse in diverse geografie emergenti. Alcune di esse, in particolare quelle con maggiori squilibri macroeconomici, sono state investite da turbolenze finanziarie e valutarie, innescate principalmente dalla politica di normalizzazione della *Federal Reserve* (Fed). Gli effetti più profondi si sono osservati in Argentina e Turchia, dove si sono registrati deflussi di capitali e forti pressioni valutarie. L'attuale contesto globale è notevolmente cambiato rispetto all'estate del 2018. La Fed, spinta dalle debolezze di alcuni Paesi emergenti, dall'incertezza relativa alla *Brexit* e, da ultimo, ma non d'importanza, dal rallentamento dell'economia americana, ha già da alcuni mesi adottato un orientamento meno restrittivo. Tale atteggiamento "prudente" è atteso proseguire come testimoniano le parole pronunciate dal governatore Powell di recente in una conferenza a Chicago: la Fed è pronta ad "agire in modo appropriato" nel caso di una *trade war*. Orientamento altrettanto *dovish* è quello emerso al termine del Consiglio direttivo della Bce dello scorso 6 giugno: Mario Draghi ha affermato che i tassi di interesse resteranno invariati almeno fino alla prima metà del 2020. Nonostante queste circostanze mitighino il rischio di ulteriori turbolenze nelle geografie emergenti, tale "pericolo" non può considerarsi svanito. Ulteriore fattore che dovrà esser tenuto sotto osservazione è il prezzo delle *commodity*: l'aumento dei corsi del greggio avrà effetti positivi sui saldi fiscali ed esterni degli esportatori di petrolio, ma altrove eserciterà una pressione al ribasso sulla spesa dei consumatori e sulla crescita (ad esempio, in Turchia e Sudafrica).

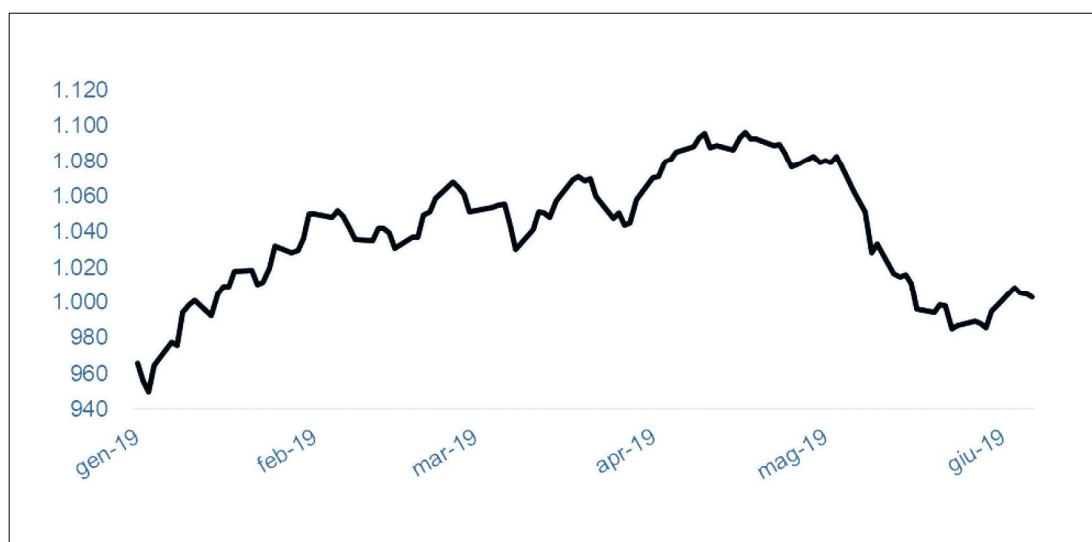
L'obiettivo di questo articolo è di fornire una panoramica dei rischi che stanno caratterizzando il contesto globale, con particolare attenzione ai mercati emergenti. Senza alcuna pretesa di essere esaustivi, ci si concentrerà sui principali "pericoli"<sup>1</sup> e su alcune geografie, sia quelle più "rilevanti" per l'economia mondiale, sia altre meno note, ma con risvolti peculiari.

### Rischi anche nei (e dai) Paesi avanzati

Innanzitutto, le criticità non riguardano soltanto le geografie emergenti, ma anche quelle avanzate. Ad esempio, l'attuale esaurimento degli effetti dello stimolo fiscale dell'amministrazione Trump comporterà un rallentamento dell'economia americana; è prevista in decelerazione anche l'Eurozona, a causa della debole

performance delle principali economie dell'area (tra le quali, Germania e Italia, che scontano, tra gli altri fattori, la congiuntura negativa del settore *automotive*) e, anche in questo caso, delle incertezze generate dalla questione *Brexit*. A ciò si aggiungono i rischi associati all'introduzione di ulteriori misure protezionistiche, specie con riguardo agli scambi tra Cina e Stati Uniti. L'inasprimento delle tensioni tra le parti continua a destare preoccupazioni anche per gli effetti che ne potrebbero derivare su numerose altre economie avanzate ed emergenti. Tali misure sono infatti capaci di produrre impatti negativi al di là dei confini dei principali antagonisti, anche indirettamente attraverso il canale "fiducia". Tale circostanza, ad esempio, è ben riflessa dall'andamento dell'indice Msci dei mercati emergenti nelle ultime settimane: si è registrato il calo più marcato dell'indicatore dal periodo delle crisi turca e argentina (Figura 1).

Figura 1 - Indice Msci dei mercati emergenti (\$)



Fonte: Eikon Thomson Reuters.

Un'*escalation* che dovesse condurre a una *trade war* "conclamata" avrebbe ovviamente ripercussioni sia sulla crescita globale sia sul commercio internazionale. Il Fmi ha stimato che i dazi tra Cina e Stati Uniti potrebbero ridurre il Pil globale dello 0,5% nel 2020, pari a una contrazione di circa 455 miliardi di

dollari, una cifra superiore al Pil del Sudafrica<sup>2</sup>. Quali sarebbero invece gli effetti sugli scambi globali? SACE SIMEST ha tentato di stimarli nell'ultimo Rapporto Export<sup>3</sup>, elaborando scenari alternativi a quello base (che invece non prevede una *trade war*). Ipotizzando, ad esempio, che Washington imponga nel corso del 2019 un dazio del 25% su tutti i prodotti provenienti da Pechino e sulle importazioni di autoveicoli dal mondo (con esclusione soltanto di Messico e Canada<sup>4</sup>), la riduzione del tasso di crescita del commercio internazionale rispetto allo scenario di base sarebbe pari a 0,3 punti percentuali (p.p.) nel 2019 e a 0,7 p.p. nel 2020. Gli effetti sarebbero ancor più forti nel caso in cui il protezionismo americano dovesse innescare un significativo rallentamento della Cina, con impatti a cascata anche sulle altre economie emergenti (ad esempio attraverso il canale di trasmissione del prezzo delle materie prime); oppure nell'eventualità in cui al protezionismo americano si affianchi una “*Brexit senza accordo*”, con conseguenze negative immediate sui principali Paesi avanzati, in particolare europei. In questi due scenari, il rallentamento del commercio internazionale sarebbe pari a 0,8 p.p. e 1,3 p.p., rispettivamente, nel 2019 e nel 2020.

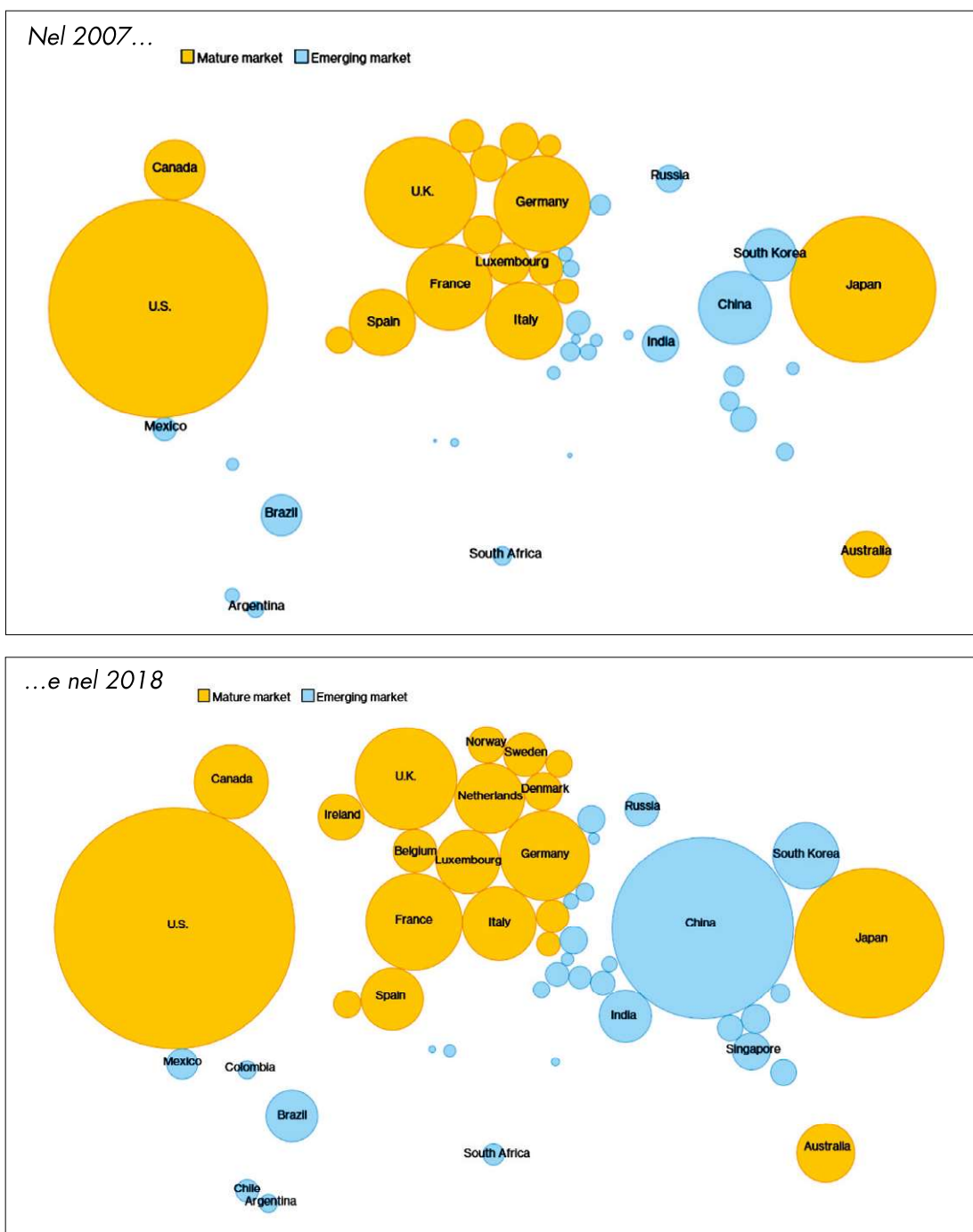
Questi sono scenari, ma cos'è successo finora? Dalla metà del 2018 il valore dell'interscambio tra Cina e Stati Uniti è crollato: la contrazione ammonta a 25 miliardi di dollari pari a circa lo 0,5% del commercio mondiale. Nel primo trimestre del 2019, le esportazioni statunitensi verso la Cina sono diminuite del 31%, in termini tendenziali, mentre le vendite cinesi verso Washington hanno registrato un calo del 9%. Le tensioni tra il colosso americano e quello asiatico hanno prodotto effetti anche su altre geografie nel resto del mondo, specie in Asia. Ad esempio, le esportazioni verso Pechino di Giappone, Taiwan, Vietnam e Corea del Sud – fornitori chiave dell'industria cinese – sono diminuite tra il 10 e il 20%.

### **Il tanto atteso *deleverage* non arriva, anzi...**

“*Debt: no free lunch*”: si tratta di un concetto noto e di recente ricordato anche dalla Banca Mondiale<sup>5</sup> facendo riferimento all'attuale contesto di bassi tassi di interesse e al fatto che questi ultimi possano sembrare un'opzione interessante per finanziare e promuovere la crescita. Tuttavia, l'istituto ha evidenziato come gli elevati livelli di debito possano innescare effetti negativi di diverso tipo, causando “stress finanziario”, limitando la capacità dei governi nel fornire stimoli fiscali nel corso di fasi recessive, nonché pesando sugli investimenti e sul potenziale di crescita. E l'indebitamento globale si è attestato oltre la cifra *monstre* dei 240mila miliardi di dollari nel quarto trimestre del 2018 (in aumento dell'1,4% rispetto all'ultimo trimestre del 2017 e pari al 317,4% del Pil mondiale<sup>6</sup>). Le principali criticità riguardano i mercati emergenti (+1,8%,

per un totale di 67 mila miliardi) e, in particolare, il debito denominato in valuta estera (la cui dinamica è stata alla base di quasi tutte le principali crisi dei mercati emergenti, con l'eccezione della Russia nel 1998). Quest'ultimo è quasi raddoppiato nei mercati emergenti dal 2008 al 2018 (da 3 mila miliardi di dollari a circa 5,5) ma a dire il vero è raddoppiato anche il loro Pil, per cui il rapporto è rimasto sostanzialmente stabile (circa del 15% negli ultimi dieci anni) e, in alcuni casi, si è ridotto (ad esempio in India e Corea del Sud)<sup>7</sup>. È chiaro che, dato il ruolo fondamentale che i tassi di cambio giocano nel determinare la sostenibilità del debito in valuta estera, occorre considerare gli effetti che si genererebbero qualora i mercati valutari mondiali dovessero muoversi contro le economie emergenti. Un'analisi di Capital Economics mostra che i problemi sarebbero concentrati in un numero ridotto di Paesi di piccole e medie dimensioni, oltre ovviamente ad Argentina e Turchia. In queste due geografie dal 2013 al 2018, il peso del debito in valuta estera è aumentato, rispettivamente, dal 20% a oltre il 65% del Pil, e dal 30% al 70%<sup>8</sup>. Ad ogni modo, tali Paesi rappresentano una frazione relativamente limitata del Pil mondiale ed è difficile immaginare gravi ripercussioni sull'intera economia globale. Occorre piuttosto tenere d'occhio la Cina: essa è stata responsabile di circa i tre quarti dell'aumento del debito totale in essere, a livello locale ed estero, nei mercati emergenti tra il 2008 e il 2018. Ciò ha trasformato il mondo del debito in un "sistema bipolare", con Stati Uniti e Cina "protagonisti" (Figura 2)<sup>9</sup>.

Figura 2 - Debito globale dalla crisi finanziaria a oggi



Fonte: elaborazioni Bloomberg su dati IIF.

Nota: la dimensione delle bolle indica i livelli di debito di ciascun Paese. Per Irlanda, Paesi Bassi e Ucraina non sono disponibili i dati relativi al settore finanziario del 2007, per cui il totale del debito non è calcolato per tali Paesi in questo anno.

Con tale livello di debito (specie nel settore privato), qualsiasi criticità dovesse emergere in Cina sarebbe potenzialmente pericolosa per il resto del mondo. Per tale ragione non ci si può meravigliare della sensibilità dei mercati ai segnali provenienti dalla crescita del gigante asiatico. Tuttavia, la “fortuna” del governo cinese è che esso ha la forza per un’eventuale ricapitalizzazione delle banche del Paese, anche in virtù del fatto che il debito è in gran parte denominato in valuta locale. Inoltre, i controlli sui capitali sono uno strumento grazie al quale Pechino può, in una certa misura, “sottrarsi” alle “ritorsioni” degli investitori globali. È più probabile quindi che i problemi di indebitamento della Cina si manifestino attraverso un periodo prolungato di crescita moderata piuttosto che in uno shock breve e acuto tipico della maggior parte delle crisi del debito nei mercati emergenti.

### **Turchia: tra qualche miglioramento e tante incertezze**

Il *sell-off* del 2018 insegna che i mercati dei capitali sono diventati riluttanti a finanziare modelli di crescita pesantemente dipendenti dal credito. Più di recente, a questo quadro si è aggiunta una volatilità di breve termine associata alle elezioni amministrative tenutesi il 31 marzo scorso e all’accoglimento da parte del *Supreme Election Board* della richiesta di una ripetizione delle elezioni municipali di Istanbul avanzata dal partito AKP. Il nuovo appuntamento elettorale ha avuto impatti sulla fiducia dei mercati e degli investitori che avevano sperato nella fine delle politiche populiste e in un ciclo di riforme. Il *re-run* delle elezioni per Istanbul (previste per il 23 giugno) fa presupporre nuove misure di stimolo e sempre maggiore pressione sulla Banca centrale, almeno nel breve termine. La sempre minore credibilità della politica monetaria adottata da quest’ultima è un elemento che pesa sul giudizio dei mercati. Il Paese è atteso in recessione per il 2019, con stime di contrazione del Pil che oscillano tra l’1% e il 2,5%. Il tasso di cambio contro il dollaro è agli stessi livelli di metà ottobre 2018 (5,8 lire turche per dollaro), e si è deprezzato di circa il 25% rispetto a un anno fa. Tuttavia la situazione debitoria del Paese resta sostenibile, con un debito pubblico pari a circa il 30% del Pil. Le finanze pubbliche non mostrano dunque criticità particolari e il sistema bancario sembra avere la capacità di *roll over* sul debito estero. Una criticità riguarda invece le riserve in valuta forte: dei circa 96 miliardi di dollari detenuti dalla Banca centrale turca, circa 75 miliardi sono riserve obbligatorie delle banche a fronte delle proprie passività (espresse in valuta locale). “Depurato” di questi depositi, il totale ammonta a circa 25 miliardi di dollari e se si escludesse anche il totale delle riserve derivanti dalle operazioni di *currency swap* (con cui la Banca centrale prende a prestito dollari dal sistema bancario), si scenderebbe a 12. La situazione politica interna, le tensioni geopolitiche nel Medio Oriente e gli attriti con gli Stati Uniti<sup>10</sup> sono elementi che portano ulterio-

re volatilità, con impatti sulla fiducia degli investitori, di cui il Paese ha bisogno. La situazione di incertezza non si arresterà nel breve termine, ma al momento si può escludere una crisi valutaria di portata significativa.

### **Argentina: finora piani rispettati, ma resta l'incognita (forte) delle elezioni**

Gli interventi della Banca centrale volti ad arginare la svalutazione del peso – ripetuti aumenti dei tassi di interesse e utilizzo delle riserve in dollari – non sono stati sufficienti a placare i mercati e il presidente Mauricio Macri è stato costretto a richiedere l'aiuto del Fmi. Si è reso inoltre necessario procedere a significativi tagli di spesa, andando a deprimere la crescita economica: dopo il -2,5% del 2018, il Pil è atteso in calo anche nel 2019 (-1,2%). La terza *review* del programma del Fmi si è chiusa il 5 aprile scorso con l'approvazione dell'erogazione di una nuova *tranche* di assistenza, portando il cumulato a 38,9 miliardi a fronte del *plafond* complessivo di 56,3 miliardi. Si tratta del piano di importo più elevato nella storia dell'istituto di Washington. Il Paese sta evidenziando un forte impegno circa il conseguimento del pareggio del bilancio primario a fine 2019 e un surplus dell'1% nel 2020. Il problema maggiore resta l'inflazione, in accelerazione nei primi mesi dell'anno (in parte per l'anticipo degli aumenti salariali a tutela del potere d'acquisto dei cittadini) e che ad aprile ha quasi raggiunto il 56% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. Il recente annuncio del presidente Macri di un accordo tra produttori e *retailer* volto al congelamento dei prezzi di 64 beni alimentari almeno fino alla fine di ottobre ha inizialmente avuto un impatto molto negativo sui mercati e sul *sentiment* del settore privato nei confronti del Paese – forse anche in misura esagerata considerando i fondamentali dell'economia. Se da un lato va evidenziato che il governo finora ha pienamente rispettato gli obiettivi posti dal Fmi, le incertezze derivano soprattutto dalle elezioni previste a fine ottobre, quando a sfidare Mauricio Macri sarà Alberto Fernández, ex capo di gabinetto del governo, sostenuto dall'ex Presidente della Repubblica Argentina, Cristina Kirchner, che correrà come vicepresidente. La rielezione di Macri è a rischio così come il destino dell'accordo con il Fmi.

### **Cina: permane il pericolo *trade war***

Nel 2018 si è assistito a un lieve rallentamento dell'economia dal 6,8% del 2017 al 6,6%, il ritmo più "lento" degli ultimi 28 anni. Si è discusso a lungo del rischio di una brusca frenata (*hard landing*) dell'economia cinese, tuttavia vi sono alcune dinamiche che, in una certa misura, forniscono rassicurazioni in questo senso. Il recente passato, infatti, ci racconta di un Paese che sta modificando il suo

modello di sviluppo, orientandolo maggiormente dall'export ai consumi, con un conseguente andamento meno rapido, ma più sostenibile, e con l'obiettivo di entrare a far parte, nel medio termine, tra i Paesi ad alto reddito. I primi dati del 2019 hanno superato le aspettative e diminuito ulteriormente la probabilità di un marcato calo del Pil, almeno in corso d'anno. Nel primo trimestre del 2019 infatti, l'economia cinese è avanzata del 6,4% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, un tasso inferiore a quello dell'intero 2018, ma ancora al di sopra del 6%, a testimonianza di un Paese che sembra muoversi in direzione di un *soft landing*, come confermano le ultime previsioni del Fmi (+6,3% per l'intero 2019). Al netto di alcune incertezze, quali quelle ricordate in precedenza, ovvero l'evoluzione dei rapporti commerciali con Washington e la dinamica del debito, il Paese è ancora atteso avanzare nei prossimi anni (a un ritmo del 6%, in media, nel triennio 2020-22).

### **Cosa succede nelle altre principali economie emergenti?**

In Brasile vi è un potenziale da far fruttare facendo leva su alcuni elementi di forza: un livello di riserve valutarie adeguato (circa 370 miliardi di dollari a fine 2018, pari a 18 mesi di import cover), un debito estero in rapporto al Pil contenuto (circa 32% nel 2018) e un sistema finanziario solido. Sarà tuttavia importante capire in che modo sarà affrontata la riforma delle pensioni per riportare sotto controllo la dinamica del deficit fiscale e del debito pubblico (superiore all'80% del Pil). Inoltre, dopo i due anni di recessione nel 2015-16 (che avevano determinato un calo cumulato del Pil del 6,8%), è seguita una ripresa nel biennio 2017-18 inferiore al potenziale e ben al di sotto della media del 4,5% tra il 2004 e il 2014. Occorrerà dunque implementare misure capaci di stimolare la crescita, anche alla luce della performance negativa dei primi tre mesi del 2019 (-0,2% rispetto al quarto trimestre del 2018).

La Russia continua a mostrare particolare attenzione ai conti pubblici, anche a scapito della crescita. Il budget statale (in deficit dell'1,4% del Pil nel 2017) è tornato in attivo nel 2018, anche grazie al consueto utilizzo del fondo sovrano per ripianare alcune voci non ricorrenti. Le riforme introdotte e il recupero di prezzo del petrolio hanno contribuito al ritorno dei conti in surplus sia per il bilancio sia per il conto corrente, quest'ultimo altresì agevolato dal forte ridimensionamento della crescita dell'import, dal 17,4% nel 2017 al 3% nel 2018. Il debito pubblico inoltre, rimane nell'intorno del 15% del Pil secondo i dati del Fmi, tra i più bassi al mondo, e il livello di riserve valutarie è ampio e in grado di garantire la copertura di circa dieci mesi di spesa per importazioni. Nel 2019 il Pil è previsto in lieve rallentamento, intorno all'1%, a causa degli effetti sui consumi derivanti dall'aumento dell'Iva e dei minori investimenti nella prima parte



dell'anno. La dinamica tornerà a rafforzarsi dal 2020 sulla scia di nuova spesa per infrastrutture nei settori residenziale, educativo e assistenziale, ambientale e tecnologico.

In conclusione, è importante evidenziare che al di là delle etichette che ciclicamente sono associate alle economie che si trovano ad affrontare turbolenze (*Fragile Five*, *Troubled Ten*, e così via), è innegabile che vi sia un certo numero di Paesi che, per caratteristiche strutturali, finiscano per essere i principali “indiziati” di eventuali nuove crisi finanziarie e valutarie. Tuttavia occorre effettuare opportuni distinguo, sia all'interno dell'aggregato, poiché ci sono “emergenti ed emergenti”, sia all'interno delle aree ove questi sono collocati. Nonostante le criticità infatti, vi sono Paesi con fondamentali che ci fanno ritenere che non si verificheranno crisi generalizzate come quelle che hanno riguardato Argentina e Turchia nel 2018 – ad esempio, l'India e il Messico, seppure in misura diversa. Non si possono invece escludere problemi significativi in alcune economie minori, come ad esempio lo Zambia, dove la situazione continua a rimanere critica a causa dell'elevato indebitamento, degli alti costi del servizio del debito, della riduzione delle riserve in valuta e del deprezzamento del tasso di cambio.

#### Note

- [1] Cfr. SACE SIMEST, “Mappa dei Rischi. I 6 pericoli del 2019: conoscerli per gestirli”, 2019.
- [2] Fmi, “How to Help, Not Hinder Global Growth”, 2019.
- [3] SACE SIMEST, “Rapporto Export 2019: Export Karma”, 2019.
- [4] Paesi con i quali è stato raggiunto un accordo di libero scambio, l'Usmca (*United States-Mexico-Canada Agreement*) che rimpiazzerà il Nafta (*North American Free Trade Agreement*), una volta ratificato dalle parti.
- [5] Banca Mondiale, “Global Economic Prospects, June 2019: Heightened Tensions, Subdued Investment”, 2019.
- [6] Fonte: IIF.
- [7] Capital Economics, “The changing face of EM debt risks”, 2019.
- [8] Se dal lato dei “detentori del debito” (Turchia e Argentina) vi sono differenze – nel caso della prima, il debito è prevalentemente in mano al settore privato, nel caso della seconda è detenuto principalmente dal settore pubblico –, la natura del problema che affligge entrambi i Paesi è sostanzialmente la medesima: il debito estero.
- [9] Bloomberg, “As China's Debt Balloons, Other Emerging Markets Fail to Take Off”, 2019.
- [10] La Turchia ha annunciato l'acquisto – programmato per luglio 2019 - dei missili russi S-400 e gli Stati Uniti hanno reagito minacciando un embargo sulle armi e riconoscendo le alture del Golan come territorio di Israele; non si può quindi escludere una nuova crisi diplomatica tra i due Paesi.