



Verso una asincronia del ciclo internazionale? Gli effetti di un rallentamento statunitense per Asia ed Europa

Le previsioni degli organismi internazionali e dei principali analisti sembrano concordare circa un moderato rallentamento dell'economia mondiale nel 2007, con una dinamica per aree geografiche differenziata: a un andamento ciclico ancora robusto in Asia si contrapporrebbe una decelerazione negli Stati Uniti e in Europa, anche se quest'ultima sembrerebbe determinata da fattori temporanei. L'affermarsi negli anni più recenti di un "ciclo asiatico", relativamente meno dipendente rispetto al passato dalle dinamiche delle economie industrializzate, sembra rappresentare l'elemento in grado attenuare gli effetti negativi della trasmissione di un rallentamento statunitense all'economia internazionale. Anche nel caso in cui tale rallentamento si rivelasse meno "soft" rispetto a quanto al momento ipotizzato, le conseguenze sul ciclo internazionale non sembrerebbero rilevanti. Per l'area euro, effetti più significativi sono ipotizzabili se alla decelerazione statunitense si accompagnasse una tendenza all'apprezzamento della moneta unica verso il dollaro. Tra i paesi europei, la Germania evidenzerebbe un impatto negativo superiore alla media e agli altri due principali partner, Italia e Francia, a causa della sua maggiore esposizione commerciale sia verso gli Stati Uniti che verso Cina e Giappone. L'entità delle ripercussioni sfavorevoli sull'economia europea dipenderebbe principalmente dalla reazione dell'autorità monetaria. Un ritardo nella rimodulazione delle strategie da parte della BCE, a fronte della frenata statunitense e del deprezzamento del dollaro, non consentirebbe di smorzare gli effetti negativi sulla crescita europea di un simile scenario.

Dopo diversi anni di crescita sostenuta, lo scenario dell'economia mondiale continua a essere caratterizzato da un ottimismo di fondo. Per l'anno in corso, nonostante la decelerazione negli Stati Uniti appaia già evidente nei dati congiunturali, la situazione in Europa e Asia risulta al momento ancora positiva. Per il 2007, le previsioni degli organismi internazionali, così come della gran parte degli analisti, sembrano concordare circa un moderato rallentamento ciclico, con una dinamica per aree geografiche differenziata.

In particolare, l'area euro nel suo complesso

dovrebbe sperimentare, nel 2006, il tasso di crescita più sostenuto degli ultimi 5 anni, con un andamento sostanzialmente guidato dalle componenti interne della domanda, investimenti e consumi in particolare. L'apporto delle esportazioni, a differenza di cicli passati, sembra essere meno determinante per lo sviluppo. Il rallentamento ciclico previsto per il 2007, legato a fattori temporanei quali ad esempio l'aumento dell'IVA in Germania, andrebbe interpretato come una correzione che determinerebbe il riavvicinamento del ritmo di espansione ai suoi valori potenziali.

Un ciclo asiatico indipendente?

D'altra parte, negli ultimi anni si è andato determinando un "ciclo asiatico" che appare relativamente poco esposto agli effetti degli andamenti nei paesi industrializzati. La forte crescita della Cina e dell'India ha rappresentato, infatti, un catalizzatore per l'intera area, promuovendo, unitamente agli accordi di libero scambio firmati nella regione, una salda integrazione economica e commerciale nell'intero continente. Il Giappone, inoltre, sembra definitivamente uscito dalla stagnazione che aveva connotato tutti gli anni novanta.

Date le previsioni di crescita per Cina India e Giappone, che rappresentano circa i tre quarti del PIL dell'area, nel prossimo biennio ci si attende la prosecuzione di un ciclo asiatico ancora sostenuto. Anche in questo caso, così come in Europa, l'area nel suo insieme sembrerebbe relativamente poco dipendente dall'evoluzione congiunturale statunitense.

Minori vincoli commerciali tra Asia e USA rispetto al passato

Anche dal punto di vista del commercio, i legami tra l'area asiatica e i mercati statunitense ed europeo appaiono oggi relativamente meno stretti che in passato. Se è vero che negli ultimi 15 anni la Cina ha assunto un ruolo sempre più rilevante nel commercio internazionale, ciò è andato a discapito di altri paesi, anche asiatici. Tra il 1990 e il 2004, la quota di importazioni complessive statunitensi dalla Cina si è quadruplicata, ma al contempo si è dimezzata quella dal Giappone, paese che, invece, rivestiva una posizione preminente nel commercio statunitense all'inizio dello scorso decennio. Nei confronti dell'Asia nel suo

Tab. 1 PRINCIPALI PREVISIONI ECONOMICHE: PIL
(variazione percentuale annua)

	Stati Uniti		Eurozona		Cina		India		Giappone	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
ISAE (Nov. 06)	3,3	2,3	2,7	2,0					2,6	2,1
FMI (Set. 06)	3,4	2,9	2,4	2	10	10	8,3	7,3	2,7	2,1
OCSE (Nov. 06)	3,9	3	2,3	2,2					2,2	2,1
OECD (Nov. 06)	3,3	2,6	2,6	2,1	10,1	9,6	8,9	7,2	2,6	2,2

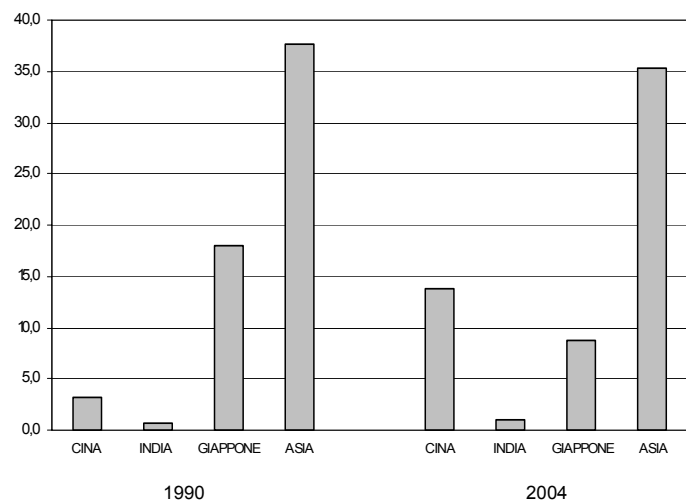
insieme,¹ la quota di importazioni statunitensi è rimasta pressoché stabile nello stesso periodo, ma risulta in decisa contrazione a partire dalla seconda metà degli anni novanta.

Particolarmente rilevante risulta la variazione della struttura dell'import americano nei beni a più elevato contenuto tecnologico: nel periodo in esame in questo settore, generalmente caratterizzato da più elevato valore aggiunto e da una dinamica comparativamente maggiore rispetto alle altre tipologie di prodotti, la quota giapponese si è ridotta di due terzi. D'altra parte, il "boom" delle importazioni dalla Cina in questo comparto dovrebbe essere in buona parte spiegato dal processo di delocalizzazione delle multinazionali statunitensi.

Una conferma indiretta dell'irrobustirsi dei legami commerciali all'interno del continente asiatico si desume dall'analisi delle quote di export del Giappone². Dai dati appare evidente come sia aumentata l'importanza dei mercati di sbocco asiatici per le merci nipponiche. La Cina, ma anche altri paesi del continente, quali Taiwan e Hong Kong, hanno assunto un'importanza crescente come mercato di sbocco delle esportazioni, a discapito dell'Europa e degli Stati Uniti. Nei confronti degli altri paesi asiatici, quali Malesia, Thailandia e Filippine, la crisi finanziaria del 1997-98 sembra avere interrotto un *trend* di crescita delle quote di commercio giapponesi, evidente nei primi anni del decennio scorso.

Sulla base di queste considerazioni basate sui soli *link* commerciali, le previsioni di con-

Graf. 1 - QUOTE DI IMPORTAZIONI DEGLI STATI UNITI
DAI PRINCIPALI PAESI ASIATICI
(prezzi correnti, % sull'import totale)



Fonte: OCSE STAN BT.D.

¹ L'area asiatica è approssimata dalla somma delle importazioni provenienti da Cina, Giappone, India, Corea, Taiwan, Hong Kong, Indonesia, Malesia, Filippine, Singapore, Thailandia.

² Nel dataset utilizzato (OCSE STAN BT.D), i paesi dichiaranti sono i soli paesi OCSE. Non è quindi possibile analizzare i flussi commerciali provenienti da Cina e India, ma questi due paesi sono osservabili come mercati di destinazione delle merci provenienti da quelli industrializzati.

senso circa un ciclo internazionale ancora sostenuto, seppur in decelerazione, sembrerebbero suffragate; PIL e commercio mondiale dovrebbero, quindi, non risentire in misura eccessiva di un rallentamento negli Stati Uniti, nelle dimensioni attualmente ipotizzate dalla gran parte dei revisori.

Nel caso in cui, però, l'economia statunitense rallentasse in maniera più drastica rispetto a quanto oggi ipotizzato, le prospettive per l'economia internazionale sarebbero diverse.

In Asia potrebbero non verificarsi sostanziali ripercussioni³. In Europa, invece, la peculiarità della struttura del commercio estero potrebbe rappresentare un canale di trasmissione più sensibile dello *shock* statunitense. In altri termini, anche a fronte di un ciclo asiatico indipendente, il mercato asiatico potrebbe non rappresentare, almeno nel breve periodo, un sostituto "perfetto" di quello statunitense.

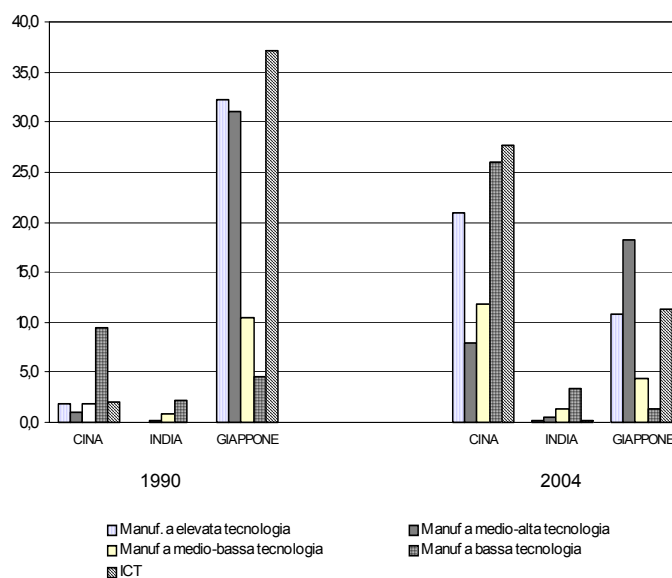
Una simulazione degli effetti di uno shock negativo nel mercato immobiliare statunitense sulle maggiori economie asiatiche e sull'Europa

Nel seguente paragrafo, per valutare quali potrebbero essere gli effetti di *feedback* sulle principali economie europee e asiatiche di uno *shock* avverso di entità più consistente nel mercato immobiliare americano rispetto a quanto implicito nelle previsioni di consenso, si effettua una simulazione con l'ausilio di un modello macroeconomico (*Oxford Economic Forecasting*).

Nella tabella 3 vengono riassunte le assunzioni che caratterizzano lo scenario simulato relativamente all'economia statunitense.

³ Si veda ad esempio. "The Alternative Engine", the Economist, 21 ottobre 2006.

Graf 2 - QUOTA DI IMPORTAZIONI DEGLI STATI UNITI
DAI PRINCIPALI PAESI ASIATICI
(prezzi correnti, % del totale)



Fonte: OCSE STAN LTD.

Tab. 2 QUOTE DI ESPORTAZIONI DEL GIAPPONE
(prezzi correnti, % del totale)

Mercati di sbocco	1990	2000	2004
CINA	2,1	6,3	11,1
INDIA	0,6	0,5	0,5
TAIWAN	5,4	7,5	7,4
HONG KONG	4,6	5,7	6,3
THAILANDIA	3,2	2,8	3,6
FILIPPINE	0,9	2,1	1,7
MALESIA	1,9	2,9	2,2
INDONESIA	1,7	1,6	1,6
STATI UNITI	31,5	29,7	22,4
UE 25	20,7	16,8	15,7

Fonte: OCSE STAN LTD.

Nell'esercizio⁴, si assume che i prezzi delle case, nel 2007, si riducano del 10% rispetto allo scenario di base, dove mantenevano comunque un profilo piatto in media d'anno. Il calo dei prezzi delle abitazioni sarebbe accompagnato da un peggioramento degli investimenti residenziali, che segnerebbero, nella media del 2007, una flessione del 20% rispetto al picco del primo trimestre del 2006 (-12% rispetto alla media 2006).

Nelle nostre ipotesi, questo scenario avrebbe un duplice impatto negativo sui consumi delle famiglie: diretto, attraverso il venir meno dell'effetto ricchezza generato dall'aumento di valore avvenuto negli anni scorsi; indiretto, attraverso il deteriorarsi delle aspettative di consumatori e investitori. Per queste vie si determinerebbe quindi un rallentamento dei consumi rispetto alle ipotesi di base, a partire dagli ultimi 3 mesi del 2006 e per tutto il 2007.

Limitati effetti sul ciclo internazionale

I risultati della simulazione relativi al biennio 2007-2008 sono riportati nella tabella 4 in termini di variazione percentuale rispetto allo scenario base.

Il rallentamento negli Stati Uniti, risulterebbe di una certa entità (9 decimi e 1,6 decimi di punto rispettivamente nel 2006 e 2007 rispetto alla base), ma non tale da determinare una recessione. Al contrario, gli effetti sarebbero trascurabili per la zona euro (un decimo di punto in entrambi gli anni) e leggermente più marcati per l'area asiatica, dove la situazione per i tre maggiori paesi appare molto differenziata.

Tab. 3 ASSUNZIONI DI BASE DELLA SIMULAZIONE

Variabile	Scenario simulato	Motivazioni dello shock
Prezzi delle case	-10% in media 2007 rispetto allo scenario base	Sgonfiamento bolla immobiliare e peggioramento del clima di fiducia
Inv. Residenziali	-12% in media 2007 rispetto allo scenario base	

⁴ Parte delle ipotesi inserite nella simulazione sono mutate da una nota dell'OEF "Assessment: Would a slump in US house prices derail the global economy?" OEF, Autumn 2006.

L'India non registrerebbe effetti rilevanti, mentre per il Giappone si configurerebbe, nel 2008, una minor crescita pari a 3 decimi di punto; più ampie sarebbero le conseguenze per la Cina, dove il PIL registrerebbe una minore espansione di 3 e 7 decimi di punto nel biennio considerato. Per l'area asiatica nel suo insieme, quindi, gli effetti sarebbero nel complesso contenuti: dati i tassi di espansione dei principali paesi dell'area, il rallentamento statunitense ipotizzato determinerebbe effetti trascurabili.

Meno scontato sembrerebbe il risultato per l'area Euro. Le quote di esportazione nei confronti degli Stati Uniti hanno seguito una dinamica simile in tutti e tre i principali paesi dell'area: crescente nel decennio scorso, in particolare nella seconda metà, in coincidenza con la fase espansiva del ciclo statunitense, decrescente successivamente. Sebbene l'economia statunitense rappresenti ancora un importante mercato di sbocco per le esportazioni di Italia Francia e Germania, il peso del commercio intra area, così come quello nei confronti degli altri paesi europei, rimane preponderante, nonostante l'accresciuta importanza dei nuovi mercati asiatici.

Nell'esercizio condotto, l'entità della correzione statunitense sarebbe tale da implicare qualche cambiamento negli andamenti delle variabili monetarie e finanziarie. In particolare, il tasso di cambio del dollaro si discosterebbe solo marginalmente dai profili della base, con una fluttuazione nel biennio in esame all'interno di una ristretta banda (1.28-1.30); i tassi di interesse nell'area euro vedrebbero invece una risalita un po' meno accentuata, a partire dalla fine del 2007 e per tutto il 2008, rispetto alla base (3 decimi di punto in meno nella media 2008). Una politica monetaria meno restrittiva

Tab. 4 SIMULAZIONE 1. ACCENTUATO RALLENTAMENTO NEL MERCATO IMMOBILIARE USA: EFFETTI SUL PIL DEI PRINCIPALI PAESI (variazioni rispetto alla base, punti percentuali)

	2007	2008
Stati Uniti	-0,9	-1,6
Eurozona	-0,1	-0,1
Italia	-0,1	-0,1
Germania	-0,1	-0,2
Francia	-0,1	-0,1
Cina	-0,3	-0,7
Giappone	-0,1	-0,3
India	-0,1	-0,1

rispetto alle ipotesi di base contribuirebbe quindi a smorzare gli effetti reali del rallentamento statunitense.

Effetti maggiori se si “aggiunge” il deprezzamento del dollaro e la BCE tarda a reagire

Gli effetti per l'Europa potrebbero naturalmente risultare più accentuati se, allo scenario descritto, si abbinasse anche una tendenza al deprezzamento del dollaro, favorito da una reazione dei mercati finanziari rispetto al rallentamento americano. In questo caso, così come osservato a partire dagli ultimi giorni di novembre, le considerazioni sui differenziali di crescita tra l'economia europea e statunitense, e/o una rinnovata attenzione degli operatori finanziari agli squilibri di fondo di quest'ultima, potrebbero innescare una correzione del tasso di cambio euro/dollaro.

Nella tabella 5, riportiamo i risultati relativi a una simulazione in cui abbiamo fissato il livello del cambio bilaterale pari a 1,40 per il biennio di riferimento⁵.

Anche in questo caso, gli effetti reali combinati della decelerazione degli Stati Uniti e dell'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro sarebbero smorzati da una pronta reazione da parte della Banca Centrale Europea, che determinerebbe una politica monetaria meno restrittiva rispetto alla base. Abbiamo quindi contestualmente ipotizzato che la BCE assuma un comportamento meno reattivo di quanto suggerito dalla funzione di reazione del modello; in particolare, abbiamo lasciato inalterato il profilo dei tassi di *policy* della prima simulazione.

Tab. 5 SIMULAZIONE 2. ACCENTUATO RALLENTAMENTO NEL MERCATO IMMOBILIARE USA E DEPREZZAMENTO DEL DOLLARO: EFFETTI SUL PIL DEI PRINCIPALI PAESI (variazioni rispetto alla base, punti percentuali)

	2007	2008
Stati Uniti	-0,8	-1,4
Eurozona	-0,5	-0,5
Italia	-0,5	-0,3
Germania	-0,5	-0,9
Francia	-0,3	-0,3
Cina	-0,5	-1,0
Giappone	-0,1	-0,3
India	0,1	-0,1

⁵ Abbiamo ipotizzato un graduale deprezzamento del dollaro nei soli confronti dell'euro (non in termini di tasso di cambio effettivo), a partire dal quarto trimestre del 2006. Il valore medio di 1,40 è stato fissato a partire dal secondo trimestre 2007.

In questo caso, la crescita del PIL nell'area dell'euro risulterebbe inferiore di 5 decimi di punto sia nel 2007 che nel 2008. Tra i principali paesi europei, la Germania evidenzerebbe un effetto negativo superiore alla media e agli altri due *partner*: l'esposizione di questa economia sia verso gli Stati Uniti che verso Cina e Giappone risulta infatti più accentuata.

In conclusione, la natura del rallentamento statunitense non appare al momento in grado di influenzare significativamente il ciclo asiatico ed europeo: mentre da un lato si dovrebbe escludere un effetto di "contagio" tra mercati immobiliari, dall'altro l'attuale fase di espansione al di fuori degli Stati Uniti sembra principalmente basarsi sulla buona *performance* delle componenti interne di domanda. Il rafforzarsi di un ciclo asiatico appare quindi come un elemento di rottura rispetto al passato, in grado di diminuire la dipendenza tra cicli internazionali delle principali aree.

Un rallentamento statunitense più accentuato di quanto al momento generalmente previsto potrebbe avere qualche effetto significativo sull'area dell'euro, solo se fosse accompagnato da una tendenza all'apprezzamento della moneta unica verso il dollaro e un ritardo nel cambio di strategia della BCE; ne consegue che ricadrebbe quindi sulla Banca Centrale europea il compito di smorzare gli effetti negativi sulla crescita di un simile scenario attraverso un pronto utilizzo della leva monetaria.

Tab. 6 QUOTE DI ESPORTAZIONI DELL'ITALIA
(prezzi correnti, % rispetto al totale)

	1990	2000	2004
Stati Uniti	7,62	10,22	7,93
UE 25	64,15	59,7	58,76
Cina	0,57	0,9	1,57
Giappone	2,34	1,66	1,53
India	0,32	0,38	0,44

Fonte: OCSE STAN BT.D.

Tab. 7 QUOTE DI ESPORTAZIONI DELLA FRANCIA
(prezzi correnti, % rispetto al totale)

	1990	2000	2004
Stati Uniti	6,09	8,78	6,93
UE 25	66,0	65,3	66,3
Cina	0,67	1,0	1,59
Giappone	1,92	1,69	1,61
India	0,48	0,29	0,39

Fonte: OCSE STAN BT.D.

Tab. 8 QUOTE DI ESPORTAZIONI DELLA GERMANIA
(prezzi correnti, % rispetto al totale)

	1990	2000	2004
Stati Uniti	7,12	10,16	8,69
UE 25	63,57	62,64	62,4
Cina	0,58	1,56	2,83
Giappone	2,65	2,15	1,69
India	0,41	0,34	0,43

Fonte: OCSE STAN BT.D.

Questa nota è stata conclusa con le informazioni disponibili al 1 dicembre 2006. E' stata redatta da Roberta De Santis e Claudio Vicarelli. Hanno collaborato Marco Fioramanti e Chiara Oldani; coordinamento di Sergio de Nardis.