

Sudest Asiatico – affrontare bene i venti contrari

Atradius Economic Research - Novembre 2018

Sintesi

- La guerra commerciale USA-Cina ha un impatto moderato sull'Asia sud-orientale, la forte domanda interna e le politiche compensative sostengono la crescita del PIL.
- L'aumento dell'avversione al rischio nei mercati finanziari internazionali è avvertito da quei Paesi con disavanzi delle partite correnti, tuttavia i fondamentali economici forti rendono improbabile una crisi finanziaria.
- Esistono ancora alcuni punti deboli, che rendono la vulnerabilità economica al dollaro USA più forte e ai tassi di interesse più elevati.

Per molti anni, le economie emergenti in Asia sono stati il principale motore di crescita dell'economia mondiale. Accanto alle grandi economie della Cina e India, i Paesi del Sudest asiatico hanno dato un forte alla crescita del PIL globale. Quest'anno, diversi sviluppi danno motivo per essere preoccupati sulle prospettive di crescita della regione. L'escalation della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina, la stretta monetaria della Fed e - in connessione con questo - l'incremento dell'avversione al rischio nei mercati emergenti lascerà il segno. Si prevede che la crescita delle esportazioni possa rallentare nei prossimi due anni, e per alcuni Paesi, sarà più difficile finanziare i loro deficit esterni. Tuttavia, non siamo particolarmente preoccupati. L'impatto di un commercio globale più debole sulla crescita del PIL complessivo dell'Asia sudorientale è solo moderata, perché la domanda domestica continua ad essere forte, c'è spazio per politiche macroeconomiche contrastanti e la guerra commerciale dovrebbe anche avere delle conseguenze positive.

Per quanto riguarda la stretta della Fed, riteniamo improbabile che i maggiori paesi del Sud-est asiatico dovranno affrontare una crisi finanziaria a causa dei più alti tassi di interesse applicati negli Stati Uniti e una minore propensione al rischio dei mercati finanziari. Gli investitori globali sono consapevoli del fatto che negli ultimi due decenni solide politiche macroeconomiche hanno rafforzato le loro economie. Buona capacità e tassi di cambio flessibili sono le ragioni per aspettarsi che i paesi dipendenti da finanziamenti esterni possano far fronte ad un interesse per obbligazioni e azioni in diminuzione. Le prospettive per l'Asia sudorientale si sono indebolite, ma rimangono abbastanza rosee. Utile per un cambiamento nella dura posizione della Cina potrebbe essere che l'UE e il Giappone possano condividere le preoccupazioni degli Stati Uniti sugli stretti legami tra stato e imprese in Cina e l'assenza di parità di condizioni nei rapporti commerciali. Inoltre, il modo in cui la Cina opera nei "Belt and Road countries", collegando gli investimenti diretti a pratiche di prestito voluminose, incontra una resistenza crescente.

Box 1 Dalla guerra commerciale globale alla battaglia bilaterale con la Cina contro il resto

I recenti sviluppi mostrano che la guerra commerciale si sta intensificando tra la Cina e gli Stati Uniti, ma è più o meno moderata su altri fronti. Gli Stati Uniti hanno chiuso accordi con il Messico, il Canada e la Corea del Sud, mentre le scaramucce tra Stati Uniti e Unione Europea si sono evolute in una sorta di tregua. L'obiettivo principale della politica commerciale degli Stati Uniti, la Cina, è tuttavia caduto vittima di misure consecutive da parte dell'amministrazione Trump, e la Cina ha colpito duramente. Anche se una guerra commerciale globale non sembra più essere il caso, il conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina potrebbe avere gravi conseguenze sia per il commercio globale che per l'economia mondiale. I paesi del Sudest asiatico sentiranno l'impatto perché la Cina e gli Stati Uniti sono le loro principali destinazioni di esportazione e le loro economie fanno parte delle catene di approvvigionamento globali, che possono essere danneggiate da un'economia globale più debole. Importante a questo riguardo è la durata della guerra commerciale tra i due poteri economici. Più a lungo dura la guerra commerciale, maggiore sarà l'impatto. Le prospettive di allentamento a breve termine sono basse. La guerra commerciale è stata istigata da un presidente degli Stati Uniti che crede fermamente che i deficit commerciali bilaterali siano negativi per il suo paese. Un motivo importante per la fermezza degli Stati Uniti a lungo termine è che molti politici statunitensi vedono l'ascesa della Cina verso un super potere economico come una minaccia per il loro paese. La probabilità di una riduzione graduale, tuttavia, potrebbe aumentare col passare del tempo, poiché il crescente impatto economico negli Stati Uniti renderà la squadra di Trump meno combattiva e la Cina sperimenterà più problemi combinando il tanto necessario deleveraging dell'economia con misure stimolanti per evitare un duro atterraggio.

La Cina si renderà conto che sarà difficile mantenere buoni rapporti economici con altri paesi senza alcune concessioni al suo modello economico unico. Nelle precedenti analisi, avevamo identificato Irlanda, Paesi Bassi e Belgio come le economie maggiormente esposte in termini di dipendenza dall'export nel Regno Unito, mentre la Germania, seguita dalla Francia, sono i maggiori esportatori in termini di volume¹. Guardando ai diversi settori, l'industria dei mezzi di trasporto è la più vulnerabile a livello europeo poiché le esportazioni nel Regno Unito rappresentano l'11,3% del valore aggiunto del settore. I prodotti alimentari sono il secondo settore maggiormente esposto, seguiti dai tessili.

Moderato impatto sulla crescita economica

Sebbene la guerra commerciale possa ridursi progressivamente nel lungo periodo, vale la pena esaminare le conseguenze per l'Asia sudorientale. Le cinque maggiori economie della regione stanno vivendo i venti contrari della guerra commerciale USA-Cina. La minore crescita delle esportazioni questo e il prossimo anno, tuttavia, non si traduce in un brusco deterioramento della crescita del PIL in nessuno di questi paesi. In realtà, il calo della crescita delle esportazioni è in gran parte legato al rallentamento della crescita dell'economia cinese, che era in corso indipendentemente dalla guerra commerciale.

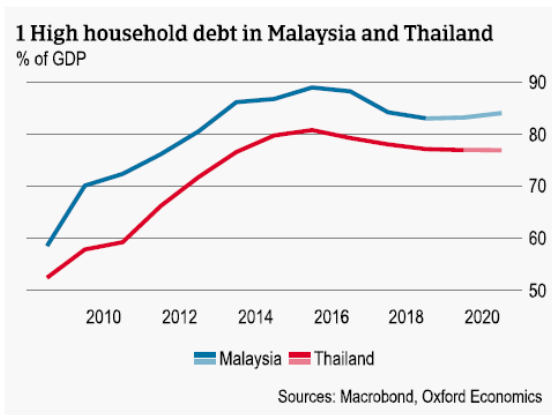
Table 1 Real GDP growth vs export growth (%) in SE Asia

	2017		2018		2019	
	GDP	Exports	GDP	Exports	GDP	Exports
Indonesia	5.1	9.1	5.1	5.5	5.1	5.3
Thailand	3.9	5.5	4.4	5	3.4	3.3
Malaysia	5.9	9.4	4.9	2.8	4.6	3.8
Philippines	6.7	19.5	6.4	8.1	6	6.4
Vietnam	6.8	20.3	6.7	18.2	6.3	9.6

Sources: Oxford Economics, Atradius

In Indonesia, la più grande economia della regione, la crescita delle esportazioni sta sostanzialmente rallentando quest'anno. La Cina è la destinazione più importante dell'Indonesia per le esportazioni di merci e di materie prime e rappresenta oltre la metà delle esportazioni di beni. Lo spostamento della Cina verso un'economia più orientata al consumo ha quindi un impatto negativo sulle esportazioni indonesiane. Tuttavia, le esportazioni rappresentano solo il 22% del PIL, dato nettamente inferiore a quello della Thailandia (78%) e della Malesia (73%), consentendo una forte domanda interna per compensare la resistenza delle esportazioni nette. Le spese relative alle elezioni supporteranno il consumo privato quest'anno e agli inizi del 2019 e gli investimenti delle imprese continueranno a crescere fortemente. Si prevede che la politica monetaria inasprimento per attutire l'economia dall'impatto delle turbolenze del mercato avrà solo un impatto minore sulla domanda interna. L'economia della Thailandia sta resistendo abbastanza bene alla guerra commerciale. La crescita delle esportazioni rallenterà nei prossimi due anni, ma non ci si aspettano cambiamenti drammatici a causa della guerra commerciale USA-Cina. La domanda cinese di importazioni si sta raffreddando, ma le forti esportazioni di servizi sotto forma di turismo mitigano l'impatto sulla crescita delle esportazioni. Il PIL reale sarà sostenuto da investimenti in infrastrutture pubbliche e consumi privati, entrambi stimolati dal governo a sostenere la sua popolarità in calo. Più preoccupanti sono alcune debolezze interne. Innanzitutto, le tensioni politiche potrebbero riemergere. Dopo il colpo di stato di quattro anni fa, la Thailandia è stata sotto il governo militare con scarsi progressi verso il ritorno alla vera democrazia.

Le divisioni tra i due principali gruppi politici permarranno, rendendo il rischio di una seria instabilità politica un rischio costante per il commercio e gli investimenti internazionali. Un secondo problema è l'elevato livello del debito delle famiglie. Sebbene il credito bancario sia cresciuto ad un ritmo più lento dal 2013, le famiglie sono fortemente indebitate. Una bassa inflazione e un ampio surplus esterno a sostegno del baht indicano come vi sia ampio spazio per una politica monetaria accomodante e continuata. Il lato negativo di questo, tuttavia, è che ciò incoraggerebbe le imprese e le famiglie a diventare ancora più indebitate. Ciò potrebbe comportare un maggiore stress finanziario quando i tassi di interesse finalmente iniziano a salire.



L'economia altamente aperta della Malesia è più suscettibile a una domanda esterna più debole e, più specificamente, a una domanda più debole dalla Cina. La Malesia è uno dei paesi più vulnerabili alle tariffe che gli Stati Uniti hanno imposto alle esportazioni cinesi. La crescita delle esportazioni rallenterà, dopo aver registrato una buona performance nella prima metà dell'anno. Una normalizzazione nella produzione di gas naturale supporterà le esportazioni in una certa misura, ma a causa del previsto rallentamento del commercio mondiale, la crescita delle esportazioni per l'anno in corso e per il prossimo, sarà inferiore rispetto al 2017. Anche qui, l'economia nazionale mantiene la crescita del PIL a un ritmo ragionevole. La spesa delle famiglie rimane vivace quest'anno, data la spinta al reddito disponibile derivante dalle sovvenzioni per i carburanti e la sostituzione dei beni e dell'imposta sulle vendite con un'imposta sui servizi di vendita inferiore. L'impatto di queste misure tuttavia diminuirà nel corso del prossimo anno e aumenterà i tassi di indebitamento interno ridurranno il potere d'acquisto delle famiglie. Il rinvio o la sospensione di progetti infrastrutturali a lungo termine rallenteranno la crescita degli investimenti fissi lordi. Il ringgit malese ha fatto relativamente bene quest'anno, a causa del surplus delle partite correnti e della regola della banca centrale secondo cui il 75% dei proventi delle esportazioni deve essere convertito al ringgit. La valuta, tuttavia, è ancora vulnerabile al peggioramento del sentimento di mercato perché, come per

l'Indonesia, una percentuale relativamente alta del debito pubblico è di proprietà di stranieri.

La crescita economica nelle Filippine rallenterà gradualmente nei prossimi due anni, ma ciò può essere attribuito solo parzialmente alle esportazioni che perdono slancio. Dopo la forte performance dello scorso anno, si prevede che il volume delle esportazioni aumenterà ancora dell'8%. La crescita delle importazioni di beni e servizi rimarrà elevata, determinando un contributo negativo delle esportazioni nette alla crescita del PIL per il quarto anno consecutivo. Come nei Paesi limitrofi, la domanda interna rafforza il tasso di crescita del PIL. Le spese governative aumenteranno di oltre il 10% a causa di un vasto programma infrastrutturale e il consumo privato rimarrà forte perché le rimesse continuano a sostenere i redditi delle famiglie.

Box 1 Rupia sotto pressione, ma forte caduta improbabile

Mentre la guerra commerciale ha solo un impatto moderato sulla crescita economica, l'aumento dell'avversione al rischio sui mercati finanziari ha un'influenza notevole sui tassi di cambio. Diversi mercati emergenti sono caduti in disgrazia durante l'estate, il che si è riflesso nei deflussi di capitali e nella svalutazione delle valute. La rotta è iniziata in Argentina e in Turchia, paesi che hanno commesso gravi errori politici. All'apice dei disordini, entrambi i paesi hanno subito gravi crisi valutarie, che hanno trascinato giù le valute di altri paesi che si occupano di incertezza delle politiche e / o di debolezze esterne e fiscali. Anche la rupia indonesiana e il peso filippino sono stati messi sotto pressione, sebbene in misura molto minore rispetto a molti altri. A differenza degli altri tre principali Paesi ASEAN, l'Indonesia e le Filippine hanno entrambi un disavanzo delle partite correnti, che insieme ai deficit sul bilancio pubblico portano entrambi i paesi nella categoria delle economie con "deficit gemelli", un aspetto su cui mercati valutari spesso reagiscono negativamente in tempi turbolenti. Una differenza tra l'Indonesia e le Filippine è la dipendenza relativamente grande del primo da investimenti di portafoglio volatili nel finanziamento del disavanzo esterno. Ciò potrebbe anche essere la spiegazione del parziale recupero del peso rispetto al dollaro USA in ottobre, mentre la rupia si è

mantenuta debole. Gli investitori stranieri detengono circa il 40% dei titoli di stato indonesiani, il che rende la valuta vulnerabile a un ulteriore restringimento monetario da parte della Fed e alla diminuzione della propensione al rischio dei mercati finanziari. Un ulteriore deprezzamento della rupia nei confronti del dollaro USA e dell'euro è probabile nel prossimo anno. Un brusco calo della valuta, tuttavia, è improbabile, poiché l'economia sta andando bene e la banca centrale indonesiana sosterrà il tasso di cambio alzando i tassi ufficiali di interesse.

Accanto alle esportazioni nette, il motivo principale per cui la crescita del PIL sta rallentando è che gli investimenti fissi si stanno raffreddando a partire dalla doppia cifra i tassi di crescita registrati negli ultimi cinque anni, a causa della politica monetaria più stretta e del nervosismo degli investitori sul modo controverso del presidente Duterte di governare il suo paese.

Tra le cinque maggiori economie del Sud-Est asiatico, il Vietnam dovrebbe mantenere il tasso di crescita più alto quest'anno e il prossimo, e una crescita delle esportazioni relativamente forte contribuirà a questo. Le schermaglie commerciali tra Stati Uniti e Cina avranno un impatto negativo sulle esportazioni verso la Cina, che è la terza destinazione di esportazione, dopo gli Stati Uniti e l'UE. Tuttavia, a differenza degli altri paesi, il Vietnam dovrebbe trarre vantaggio dall'acquisizione di maggiori quote di mercato nei mercati di esportazione a scapito della Cina, in particolare nel settore dei capi pronti all'uso (RMG). Il Vietnam è il terzo esportatore del mondo di RMG e ne esporta circa il 50% negli Stati Uniti. Ma il Vietnam si trova in una posizione relativamente buona anche in altri settori, dal momento che quasi il 20% del PIL dipende dalle esportazioni verso gli Stati Uniti, mentre dal 6% al 7% per la Malesia e la Thailandia e solo dal 2% al 3% per le Filippine e Indonesia.

Se le imprese cinesi decidessero di trasferire la produzione in altri paesi (come hanno fatto quando l'UE e gli USA hanno imposto sanzioni ai pannelli solari cinesi nel 2012), il Vietnam è nella posizione migliore per accogliere tale cambiamento. La domanda interna, nel frattempo, mostrerà una crescita sana a causa del crescente turismo e delle forti condizioni del mercato del lavoro.

Più forte, ma con alcune vulnerabilità

Importante per la nostra valutazione secondo cui il Sud-est asiatico sta resistendo alla guerra commerciale e la crescente avversione al rischio dei mercati finanziari è abbastanza buona che i fondamentali delle varie economie sono abbastanza forti. Prima della crisi asiatica del 1997/1998, la maggior parte dei paesi aveva disavanzi delle partite correnti, il sostegno del dollaro USA e riserve di valuta estera molto più rigide. Questo è cambiato. La tabella seguente, tuttavia, mostra la situazione differisce da paese a paese e la maggior parte di loro ha ancora una o più vulnerabilità. La dipendenza dell'Indonesia dal finanziamento esterno e l'elevata quota del debito pubblico indonesiano in mani straniere rendono l'economia vulnerabile durante i periodi di calo della propensione al rischio sui mercati finanziari globali.

Sia la Thailandia che la Malesia hanno elevati livelli di debito delle famiglie, che possono far crollare la situazione economica crescita se i tassi di interesse aumentano drasticamente. Il Vietnam ha una debole situazione di liquidità e un deficit di bilancio elevato (e anche un elevato debito pubblico). La situazione tuttavia non è allarmante in nessuno dei cinque paesi. In Indonesia, il governo del presidente Joko Widodo ha avuto successo nel migliorare la stabilità economica riducendo l'onere delle normative e varando riforme per aumentare la produttività e l'afflusso di investimenti esteri diretti. Mantenere il disavanzo delle partite correnti al di sotto del 3% del PIL è una politica importante priorità. La Thailandia ha livelli di debito estero sostenibili, un'eccedenza delle partite correnti e riserve adeguate. La principale debolezza del paese, l'alto debito delle famiglie, sembra aver raggiunto il picco tre anni fa. Anche il debito delle famiglie ha raggiunto il picco in Malesia e il persistere di elevati disavanzi pubblici si è sviluppato nella giusta direzione. Tuttavia, Thailandia e Malesia sono i più vulnerabili ai maggiori costi di indebitamento, che possono essere rafforzati dal rischio di aumentare il protezionismo commerciale degli Stati Uniti, in quanto hanno forti legami commerciali con gli Stati Uniti. Nelle Filippine, l'attuale piccolo conto corrente potrebbe aumentare, ma il forte trend di crescita del paese e le ampie riserve estere dovrebbero limitare il rischio di un'estrema volatilità dei mercati finanziari. Il Vietnam mostra diversi punti, ma le vulnerabilità stanno diminuendo. Il suo debito estero in percentuale del PIL è elevato, ma rispetto ai proventi delle esportazioni è basso. Il debito pubblico è stato abbastanza stabile e ben finanziato, con scadenze lunghe e finanziato da creditori pubblici. Il rapporto di servizio del debito è basso. Le riserve internazionali stanno gradualmente aumentando e la copertura delle importazioni dovrebbe raggiungere tre mesi quest'anno.

Table 2 Vulnerabilities in Southeast Asia (2018)

	foreign debt		debt-service ratio	current account	ext. financing requirement	import cover	fiscal balance	inflation (CPI)	household debt
	% GDP	% exports	% exports	% GDP	% reserves	months	% GDP	%	% GDP
<i>warning level</i>	40.0	200.0	25.0	-3.0	100.0	3.0	4.0	-	-
Indonesia	35.4	158.3	27.6	-2.9	111.8	6.4	-2.6	3.9	16.7
Thailand	29.0	39.8	5.3	9.3	13.3	9.0	-2.9	1.2	67.2
Malaysia	62.3	83.6	5.5	2.6	87.8	5.6	-3.3	0.9	67.4
Philippines	23.7	56.7	8.7	-1.4	33.0	7.3	-2.8	5.1	15.5
Vietnam	45.4	39.8	4.0	1.8	35.4	2.8	-6.3	3.7	n.a.

Sources: Macrobond, Atradius

Esonero di responsabilità

Il presente studio ha scopi puramente informativi e non deve essere interpretato come raccomandazione per lo svolgimento di specifiche operazioni, investimenti ovvero per l'adozione di particolari strategie. Il lettore deciderà autonomamente come interpretare le informazioni fornite, a fini commerciali o altro. Sebbene sia stato fatto ogni sforzo per garantire che le informazioni contenute in questa relazione siano affidabili, Atradius declina ogni responsabilità per eventuali errori o omissioni, ovvero per i risultati ottenuti sulla base di queste informazioni. Tutte le informazioni contenute nel presente documento sono fornite senza elaborazioni, senza garanzie di completezza, accuratezza, puntualità o per i risultati di un loro eventuale utilizzo, e senza garanzie di alcun tipo, implicite o esplicite. Atradius, i suoi partner o i rispettivi partner, agenti e dipendenti declinano ogni responsabilità nei confronti di chiunque per decisioni prese o azioni intraprese sulla base delle informazioni contenute nella presente relazione ovvero per danni indiretti, speciali o analoghi subiti, anche se a conoscenza della possibilità del verificarsi di tali danni.

Copyright Atradius N.V. 2018

Atradius N.V.

David Ricardostraat 11066 JS

P.O. Box 8982 · 1006 JD

Amsterdam

Paesi Bassi

Telefono: +31 20 553 9111

Fax: +31 20 553 2811