



OSSERVATORIO DI POLITICA INTERNAZIONALE

L'economia cinese cresce velocemente.
Ma sarà abbastanza?

n. 62 – ottobre 2012

Approfondimenti

A cura dell'ISPI (Istituto per gli Studi di Politica Internazionale)

***L'economia cinese cresce velocemente.
Ma sarà abbastanza?***

di Axel Berkofsky*

**a cura dell'ISPI
(Istituto per gli Studi di Politica Internazionale)**

** Axel Berkofsky is Senior Associate Research Fellow, Istituto per gli Studi di Politica Internazionale and Gianni Mazzocchi Fellow at the University of Pavia*

SOMMARIO

<i>Abstract</i>	Pag. 1
Introduzione	Pag. 1
1. Dati errati, dice Pechino	Pag. 4
2. Atterraggio duro o morbido?	Pag. 5
3. “L’indice di dipendenza dalla Cina”	Pag. 5
4. Beni immobili e urbanizzazione	Pag. 6
5. Il governo è pronto ad agire, forse	Pag. 7
6. Surplus commerciale in calo	Pag. 9
7. La valuta cinese	Pag. 10
8. Strumenti monetari	Pag. 11
Conclusioni	Pag. 11

Abstract

La produzione industriale cinese continua a crescere a tassi elevati anche nel 2012, tuttavia – a meno che non vi sia un grande balzo delle esportazioni nei prossimi mesi- per la prima volta in questo secolo, il tasso di crescita dell'economia cinese scenderà al di sotto dell'8%.

La riduzione dei tassi di crescita delle esportazioni e le misure del governo (solo in parte riuscite) volte ad evitare una bolla immobiliare (ad esempio, ordinando alle banche di limitare l'emissione di prestiti edili nel settore edilizio) sono le responsabili del rallentamento della crescita cinese.

Sul versante creditizio, sebbene il sistema bancario cinese appaia inefficiente e sempre più gravato da sofferenze, probabilmente rimane solido grazie all'enorme pool di depositanti cinesi che non ha altri luoghi in cui poter conservare il proprio denaro e investire. Le prospettive potrebbero complicarsi qualora la quantità di crediti sofferenze superasse un livello critico tale da obbligare le autorità centrali ad intervenire e ricapitalizzare le banche in modo costante e durevole.

Sul fronte delle politiche sociali, esiste un ampio consenso tra gli analisti sulla necessità dello Stato di spendere molto di più, negli anni avvenire, nella sicurezza sociale, compresa l'assistenza sanitaria, le pensioni, gli alloggi e la riduzione della povertà, in modo tale da poter essere in grado di ottenere quell'incremento dei consumi interni auspicato dal governo negli ultimi due-tre anni.

Nonostante una situazione fiscale favorevole, un gettito fiscale record, un bilancio in attivo e un'inflazione al più basso livello da due anni, non c'è quasi nulla che Pechino possa fare per stimolare la domanda oltre i suoi limiti. I principali clienti della Cina sono i paesi indebitati e l'Ue, ed è quasi certo che le esportazioni sia verso gli Stati Uniti che verso l'Europa continueranno a ridursi nei prossimi mesi. Senza una grande spinta della domanda sia dagli Stati Uniti che dall'Unione Europea, le politiche cinesi di stimolo all'economia potrebbero avere solo un effetto a breve termine e potrebbero non contribuire a un aumento della crescita economica in modo sostenibile.

Introduzione

Anche quest'anno l'economia cinese non crescerà a tassi a doppia cifra. Si tratta di una cattiva notizia considerati gli standard dei tassi di crescita economica cinese. Inoltre, la continua diminuzione della domanda da parte dell'Europa e degli Stati Uniti causerà presumibilmente un ulteriore abbassamento dei tassi di crescita della Cina per gli anni 2012 e 2013. In realtà, è ancora prematuro affermare con certezza che il rallentamento dell'economia europea abbia un impatto negativo (principalmente sull'esportazione) e che possa addirittura essere causa di una generale significativa contrazione

dell'economia cinese entro la fine dell'anno. Al momento, si prevede che l'economia in Cina crescerà "solo" del 7,6%¹.

Nel 2012, gli investimenti, a differenza dalle esportazioni, continuano a sostenere la crescita dell'economia cinese. Nel 2011, spese per stabilimenti, macchinari, edifici e infrastrutture hanno costituito il 48% del Pil cinese. I consumi familiari, invece, rappresentano soltanto circa un terzo del Pil del Paese². Gli economisti sostengono all'unanimità che il consumo interno sia troppo basso e non sostenibile per un'economia delle dimensioni di quella cinese. C'è però un certo disaccordo riguardo la percentuale di consumi interni sul Pil totale necessaria al raggiungimento di una crescita bilanciata (i cinesi non hanno di certo dimenticato che l'eccessivo consumo interno e la politica monetaria troppo allentata degli Usa sono state le cause della crisi economico-finanziaria globale del 2008/2009).

La produzione industriale cinese nel luglio 2012 è cresciuta del 9,2% rispetto all'anno precedente, scendendo di due punti percentuali rispetto al 9,5% di giugno. D'altra parte, sempre a luglio, le esportazioni sono cresciute solo di un punto percentuale dallo scorso anno, rispetto all'11,3% di giugno³. A meno che non ci sia un grande balzo delle esportazioni nei prossimi mesi (possibilità che può già essere esclusa visto il rapido calo della domanda europea ed americana), per la prima volta in questo secolo, il tasso di crescita dell'economia cinese scenderà al di sotto dell'8%. Se, da un lato, si tratterebbe di un livello di crescita eccezionale rispetto a un'Europa colpita dalla recessione e alla maggior parte dei paesi del mondo, dall'altro lato, un tasso di crescita previsto "solo" del 7,6% sarebbe molto basso rispetto agli standard cinesi. La probabilità che questo accada è molto alta e l'«Economist» afferma, senza mezzi termini: «Nessuna economia può crescere a doppia cifra per sempre. Nel momento in cui l'economia cinese sarà matura e la sua forza lavoro raggiungerà il suo apice, è assolutamente naturale che i suoi ritmi di espansione rallenteranno»⁴.

La riduzione dei tassi di crescita delle esportazioni e le misure del governo (solo in parte riuscite) volte ad evitare una bolla immobiliare (ad esempio, ordinando alle banche di limitare l'emissione di prestiti edili nel settore edilizio) sono le responsabili del rallentamento della crescita cinese.

Secondo le statistiche ufficiali cinesi del luglio 2012, il tasso di crescita dell'economia cinese nel secondo trimestre dell'anno è sceso al 7,6%, dall'8,1% del primo trimestre⁵. Mentre una crescita del 7,6% nel secondo trimestre del 2012 confermerebbe ancora le rassicurazioni del governo su ciò che letteratura ha definito "un atterraggio morbido" dell'economia cinese, vale a dire una decrescita moderata (in contrapposizione a un

¹ Vedi anche *China Flash-Q2 GDP growth slows in line with expectations, and shows some signs of stabilizing from increased policy support*, in «BBVA Research», 13 luglio 2012.

² S. COX, *Peddaling prosperity*, in «the Economist», 26 maggio 2012.

³ *Experts contemplate harder landing for China's economy*, in «The Financial Times», 20 agosto 2012.

⁴ *Slow Boats*, in «the Economist», 1 settembre 2012.

⁵ Vedi S. RABINOVITCH, *Doubts linger over China's growth*, in «The Financial Times», 14/15 luglio 2012.

crollo della crescita), analisti indipendenti ritengono che la crescita della Cina nel secondo trimestre dell'anno potrebbe, in realtà, essere vicina al 7% (e di conseguenza avvicinarsi ad un "atterraggio duro")⁶.

Dati pubblicati ad agosto, confermano ulteriormente il rallentamento dell'economia cinese. In questo mese infatti, la crescita delle esportazioni pari al 2,7% è al di sotto del 3% previsto qualche tempo prima dall'agenzia di stampa Reuters. Le cifre che riguardano le importazioni sono (addirittura) peggiori, mostrando ad agosto un calo del 2,6% sull'anno precedente, rispetto alle aspettative di crescita del 3,5%. I dati di agosto senza dubbio rinforzeranno le aspettative del mercato con ulteriori politiche di stimolo all'economia e di allentamento monetario per mantenere la crescita economica intorno all'8%.

Dai dati di agosto si può inoltre evincere che i livelli di produzione delle fabbriche cinesi sono i più bassi dal maggio 2009. Secondo l'Istituto Nazionale di Statistica (Nbs) cinese, ad agosto, la crescita della produzione industriale annuale è diminuita all'8,9%. Secondo i risultati di uno studio dell'HSBC⁷ su 420 aziende manifatturiere, la maggior parte private e non statali, gli ordini continuano a diminuire, mentre i magazzini iniziano a riempirsi di prodotti invenduti. Il rapporto tra ordini e magazzini è il peggiore da dicembre 2008 (quando la crisi economico-finanziaria globale iniziò a colpire gli esportatori cinesi). Anche le compagnie coinvolte nel business immobiliare subiscono le conseguenze della diminuzione delle costruzioni: la vendita di attrezzature per l'edilizia è diminuita in modo significativo e un buon numero di aziende statali di trasporti e minerarie denunciano utili in netto calo, se non addirittura perdite. Oltre a ciò, gli investimenti diretti esteri in Cina a luglio 2012 sono più bassi dell'8% rispetto al luglio dello scorso anno, mentre, dall'altra parte, gli investimenti in immobilizzazioni, che nel primo semestre di quest'anno rappresentavano circa la metà della crescita economica netta della Cina, sono cresciuti del 20,2% tra gennaio e agosto.

Alla luce di questi dati recenti, alcuni economisti temono che, senza ulteriori politiche di stimolo, le prospettive per l'economia cinese siano talmente negative da causare il mancato raggiungimento del target di crescita del 7,5% per il 2012.

Non mancano tuttavia alcune buone notizie, la vendita al dettaglio ad agosto è aumentata del 13,2% rispetto allo scorso anno, crescita indicativa di un generale e sostanziale incremento del consumo interno, nonostante il rallentamento economico. Certamente, resistendo agli enormi shock economici e finanziari esterni, il consumo interno cinese crescerà negli anni e nei decenni prossimi, contribuendo così in maniera sostanziale ai piani governativi di ribilanciamento dell'economia. Benché esista un certo disaccordo circa i livelli di consumo interni necessari al raggiungimento di un'economia più equili-

⁶ Per maggiori dettagli vedi seguito.

⁷ Studio Hsbc (agosto 2012) citato in *Teenage angst, the implications of China's slowdown*, in «the Economist», 25 agosto 2012.

brata, è ampiamente riconosciuto che, durante i prossimi anni, l'emergente classe media continuerà a sviluppare la sua inclinazione ai consumi.

Un acceso dibattito è infine scaturito circa la natura dell'attuale rallentamento economico cinese: se sia cioè strutturale o semplicemente ciclico. Secondo quanto suggerito dagli economisti, se il rallentamento fosse strutturale, i pacchetti di stimolo e l'aumento degli investimenti (attualmente previsti dal governo cinese) non avrebbero un impatto duraturo e stabile sui tassi di crescita economica del Paese. Per di più, alcuni economisti credono che un rallentamento strutturale significherebbe che il tasso di crescita reale del Paese sia al momento del 4 o 5%. «Ci sono prove convincenti, basate su altri indicatori composti, per poter concludere che l'economia cinese in questo momento stia in realtà crescendo solo al 4 o 5%», afferma Patrick Chovanec, dell'Università Tsinghua, citato dal «Financial Times»⁸.

1. Dati errati, dice Pechino

Come prevedibile, il governo cinese è stato molto rapido nel denunciare le stime secondo le quali la crescita dell'economia cinese potrebbe essere di molto inferiore rispetto a quanto sostenuto dai dati ufficiali, ritenuti invece accurati analisti indipendenti, dal canto loro, fondano i loro dubbi riguardo ai dati ufficiali sul fatto che, ad esempio, la crescita della produzione di energia elettrica nel giugno 2012 è stata piatta, mentre la produzione industriale, che costituisce quasi il 40% del totale della crescita cinese, è aumentata del 9,5%. «La produzione di energia elettrica non dovrebbe essere a zero mentre la crescita dell'industria pesante cresce a un ritmo vicino a due cifre. Non avrebbe senso», sostiene Ken Peng (BNP Paribas) durante un'intervista al *Financial Times* nel mese di luglio⁹.

Ha senso, invece, secondo il governo: «La Cina è estremamente concentrata nella riduzione dell'uso di energia, nella riduzione delle emissioni e nell'innovazione tecnologica. Nella prima metà dell'anno c'è quindi stato un grande progresso nella riduzione dei consumi energetici. La quantità di energia consumata per unità di Pil è scesa» sostiene un funzionario dell'Istituto Nazionale di Statistica della Cina in un'intervista al «Financial Times»¹⁰. Ken Peng conferma che altri indicatori economici cinesi, come le vendite al dettaglio e il credito bancario, sembrano confermare i dati ufficiali del governo sulla crescita economica. Al fine di stimolare la crescita, o meglio, di preparare l'economia del Paese a “un atterraggio morbido”, il governo ha tagliato due volte, nel mese di giugno e luglio, i tassi d'interesse della banca centrale per gettare le basi di una (più) forte crescita nella seconda metà 2012.

Le statistiche ufficiali cinesi sono notoriamente imprecise e mancano spesso di credibilità. Secondo un documento pubblicato da Wikileaks, Li Keqiang, funzionario che mol-

⁸ P. CHOVANEC in J. ANDERLINI, *Economists weigh Chinese “hard landing”*, in «The Financial Times» 19 agosto 2012.

⁹ *Ibidem*.

¹⁰ *Ibidem*.

to probabilmente succederà a Wen Jiabao come primo ministro cinese entro la fine dell'anno, nel 2007 avrebbe rivelato ad alcuni funzionari americani che le statistiche sul prodotto interno lordo della Cina sono "artificiali", ossia suscettibili di manipolazione quando ritenuto politicamente necessario.

2. Atterraggio duro o morbido?

Un'altra questione dibattuta riguarda l'ipotesi di un "atterraggio morbido" o "duro" dell'economia cinese, caratterizzata, tra l'altro, da un brusco e prolungato calo dei tassi di crescita. Gli economisti temono che, un "atterraggio duro" potrebbe avere un impatto simile a quello causato dalla crisi finanziaria globale del 2008: un crollo delle esportazioni e, di conseguenza, un ulteriore giro di licenziamenti di massa dell'esercito di 250 milioni di lavoratori migranti. Quando le esportazioni cinesi verso l'Europa e gli USA diminuirono a doppia cifra negli anni 2008 e 2009, dieci milioni di lavoratori migranti furono licenziati in numerose industrie della Cina meridionale. Quasi 200 milioni di posti di lavoro in Cina dipendono dalle esportazioni e quei posti di lavoro erano legati all'industria delle esportazioni che furono le prime vittime della crisi economico-finanziaria globale del 2008/2009.

In un periodo di transizione politica, il governo cinese è naturalmente più interessato ad assicurare la stabilità sociale, limitando il più possibile manifestazioni e proteste. Un eventuale licenziamento di massa di lavoratori migranti, a differenza del 2008/2009, porterebbe, molto probabilmente, a proteste e dimostrazioni.

3. "L'indice di dipendenza dalla Cina"

Un "atterraggio duro" dell'economia cinese inciderebbe inevitabilmente su paesi esportatori di materie prime quali Indonesia, Australia, un numero di stati africani e anche il Brasile, che esporta risorse naturali in Cina.

"L'indice di sino-dipendenza" dell'«Economist»¹¹ è uno strumento utile per misurare il possibile impatto di un rallentamento duraturo dell'economia cinese su paesi che commerciano con la Cina su larga scala. L'«Economist» definisce "atterraggio morbido" un rallentamento del 2% della crescita degli investimenti cinesi, mentre un "atterraggio duro" coinciderebbe con un rallentamento del 2,9% (pressappoco lo stesso rallentamento attraversato dall'economia cinese al tempo della crisi economica globale del 2008). Un "atterraggio duro", secondo i calcoli dell'«Economist», ridurrebbe il Pil sudcoreano del 2012 a circa l'1,5% (dal 2,5% in caso di "atterraggio morbido" e dal 3,5% predetto dal Fmi). Per quanto riguarda Taiwan, un "atterraggio duro" ridurrebbe la crescita economica a quasi zero (dall'1,8% in caso di "atterraggio morbido" e dal 3,5% predetto dal Fmi).

¹¹ *Teenage Angst, the implications of China's slowdown*, cit.

Nondimeno, non tutti i paesi che commerciano con la Cina su larga scala subirebbero un calo dei tassi di crescita come la Corea del Sud o Taiwan. Sempre secondo quanto calcolato dall'«Economist», la crescita economica di Brasile ed Australia, ad esempio, sarebbe meno compromessa: la crescita del Pil australiano rallenterebbe a circa il 2,2% in caso di “atterraggio duro” (al 2,6% in caso di “atterraggio morbido”, rispetto al 3,5% predetto dal Fmi nella primavera 2012). Nel caso del Brasile, che come l'Australia è un importante esportatore di materie prime in Cina, la differenza tra i rispettivi tassi di crescita causati da un “atterraggio duro” o “morbido” è addirittura inferiore rispetto al caso australiano: mentre un “atterraggio duro” porterebbe la crescita del Pil al 2,7/2,8%, un “atterraggio morbido” causerebbe una crescita di poco superiore: 2,8/2,9%.

Queste previsioni documentano soltanto l'impatto diretto del rallentamento della Cina, non l'addizionale impatto indiretto, trasmesso attraverso i suoi legami commerciali. Considerato l'attuale clima di nervosismo nei mercati azionari globali, anche questi ultimi potrebbero in qualche modo reagire a un duraturo rallentamento dell'economia cinese.

4. Beni immobili e urbanizzazione

Nei primi sei mesi di quest'anno, gli investimenti nel settore immobiliare hanno costituito approssimativamente il 15% del Pil cinese. Tuttavia, l'acquisto di case e appartamenti è diminuito di quasi il 25% negli ultimi 12 mesi. Ciò significa che l'enorme investimento nel settore immobiliare, vista la sovrabbondanza di palazzi vuoti in tutto il Paese, aumenterà soltanto l'eccessiva offerta di alloggi, anziché creare profitto. Di contro, questa situazione potrebbe aumentare la percentuale delle sofferenze, ovvero accrescere le difficoltà degli imprenditori edili di ripagare i debiti con le banche.

Per quanto riguarda il prezzo delle abitazioni, il governo si trova in una posizione difficile: nonostante il leggero aumento dei prezzi dell'ultimo periodo indichi che la domanda si sta avvicinando all'offerta, abitazioni più costose mettono a rischio il successo delle politiche del governo atte a far sì che una parte più ampia di popolazione possa permettersi l'acquisto di una casa.

Stephen S. Roach, ex presidente della Morgan Stanley Asia, nel giornale finanziario tedesco «Handelsblatt»¹², si mostra poco preoccupato per una eventuale bolla immobiliare cinese. Egli sostiene che la rapida urbanizzazione del Paese continuerà a rendere necessari gli investimenti sponsorizzati dal governo nel settore immobiliare e, sicuramente, a renderli desiderabili negli anni avvenire. Roach precisa che il governo centrale sta finanziando progetti di edilizia sociale per dare a più ampi strati di popolazione cinese la possibilità di vivere in città.

Nel 2011, i dati dell'Oecd hanno rivelato che più del 50% della popolazione cinese vive nelle città, a seguito di ciò che può essere definito il più rapido processo di urbanizza-

¹² S.S. ROACH, *Chinas Wirtschaft wird sich behaupten*, in «Handelsblatt», 8 settembre 2012.

zione della storia. Roach sostiene che una tanto rapida urbanizzazione renda la costruzione, celere e su larga scala, di abitazioni assolutamente necessaria, anche se questo dovesse portare (temporaneamente, a detta dello studioso) alla creazione di cosiddette “città fantasma”, vale a dire città con palazzi (di appartamenti e uffici) non abitati. Per di più, sottolinea Roach, il programma d’edilizia sociale portato avanti dal governo, accompagnato dalla costruzione di appartamenti accessibili a famiglie a basso reddito, contribuirà inevitabilmente al riempimento dei palazzi vuoti nei prossimi anni.

Roach cita un recente studio pubblicato da McKinsey, che stima che nel 2025 in Cina ci saranno 220 città con una popolazione superiore a un milione di abitanti, a prova del fatto che l’urbanizzazione giustifica la frenetica costruzione di abitazioni, uffici e grattacieli in tutto il Paese. Più di 25 città avranno una popolazione di più di 5 milioni di abitanti. Per questo la Cina, sostiene Roach, non può permettersi di aspettare per costruire case e nuove città, anche se, ammette, l’edilizia sociale dovrà giocare un ruolo maggiore in futuro, per permettere alla gran parte della popolazione cinese di vivere in città.

Il problema è, però, se il processo di urbanizzazione e di costruzione di case abordabili in città sarà abbastanza rapido da riempire un numero sufficiente di appartamenti e uffici vuoti e da evitare l’esplosione della bolla immobiliare nei prossimi anni. Il reddito urbano in Cina è tre volte superiore a quello rurale, pertanto l’attuale urbanizzazione darà una spinta al consumo interno (senza considerare il fatto che i prezzi in città sono più alti rispetto alle aree rurali). L’urbanizzazione, ad ogni modo, dovrà essere accompagnata dalla creazione di posti di lavoro che possano fare da base all’aumento delle spese e dei consumi interni. Purtroppo però, dato il rallentamento dei tassi di crescita economica di questo periodo, non è affatto scontato che l’economia continuerà a supportare e sostenere la rapida urbanizzazione del Paese.

Negli ultimi mesi, i prezzi delle case in Cina sono aumentati in 49 case su 70. Questo aumento dei prezzi potrebbe distogliere il governo da monetario una politica monetaria meno restrittiva nel prossimo futuro, anche se rimane importante evitare un ulteriore surriscaldamento del settore immobiliare. Senza dubbio una bolla immobiliare esiste già ma, a differenza di quanto accaduto in Giappone negli anni ’80 e ’90, il governo cinese può (almeno per adesso) controllare la bolla e rifinanziare i creditori su larga scala quando ritenuto necessario.

5. Il governo è pronto ad agire, forse

Dato che la crescita economica cinese è rallentata in sei trimestri consecutivi, gli analisti si aspettano che la banca centrale allenterà ulteriormente la politica monetaria, come parte della campagna del governo, lanciata lo scorso autunno, di “leggeri aggiustamenti” (“*policy fine-tuning*”). La Banca del Popolo Cinese ha tagliato i tassi d’interesse due volte dallo scorso giugno e ha anche tagliato i coefficienti di riserva di cassa (*Required Reserve Ratios*, RRR) delle banche tre volte da novembre 2011. Tali azioni hanno libe-

rato una cifra stimata intorno a 1,2 trilioni di yuan (190 miliardi di dollari) per nuovi prestiti e ci sono, inoltre, nuovi accordi su ulteriori tagli del governo ai Rrr entro la fine dell'anno.

Per di più, i politici cinesi potrebbero alla fine optare per l'adozione di pacchetti chiamati "*stimulus-lite*", e cioè pacchetti di stimolo molto più piccoli rispetto a quelli economici e finanziari adottati negli anni 2008 e 2009. Lo scorso agosto, il primo ministro cinese Wen Jiabao ha dichiarato che l'aumento degli investimenti è essenziale per stabilizzare la crescita economica. Un tale messaggio è, però, palesemente in contrasto con quanto lo stesso Wen ha annunciato qualche tempo prima: le priorità di Wen erano, allora, di dare impulso al consumo e di mantenere la bolla immobiliare sotto controllo¹³. In realtà, il cambiamento di rotta di Wen (indubbiamente motivato dal sopracitato rallentamento dei tassi di crescita economica) potrebbe essere considerato un ostacolo da coloro che, tanto dall'esterno quanto dall'interno, hanno negli ultimi anni propugnato riforme strutturali ed economiche atte a ridurre il livello di investimenti necessari a produrre tassi di crescita economici elevati e duraturi.

A seguito dei commenti di Wen, un numero di governi locali ha già annunciato grandi piani di spesa. Ciò però ha suscitato anche critiche, visto l'enorme debito pubblico accumulato dalle amministrazioni locali. Bisogna anche tenere in considerazione che i governi locali (incoraggiati in questo caso dal governo centrale) hanno finora proposto vecchie, e a lungo andare dannose, ricette su come stimolare la crescita economica. Alti tassi di crescita idealmente a doppia cifra, sono stati per molti anni, se non addirittura decenni, priorità assoluta dei governi locali, col fine, non secondario, di rispettare quanto richiesto da Pechino.

Non riuscendo a produrre crescita attraverso attività economiche "normali" e orientate al profitto (invece che semplicemente iniettare fondi per progetti infrastrutturali ed edili), i governi locali hanno spesso adottato piani di spesa e di stimolo che hanno creato enormi quantità di debito pubblico. Il governo centrale è stato fino a oggi capace di aiutare i governi locali eccessivamente indebitati (e le banche coinvolte) ma, come l'esempio del Giappone negli anni '80 ha dimostrato, questo tipo di approccio politico non è sostenibile a lungo andare, molto probabilmente nemmeno in una Cina dotata di enormi risorse finanziarie e surplus commerciali.

Quando, nel 2009, le autorità cinesi hanno incrementato la spesa per investimenti, la crescita trimestrale annualizzata del Pil è svettata da circa il 3% a circa il 17% in soli sei mesi, consentendo alla Cina di evitare la recessione. Tuttavia, le autorità hanno anche l'obbligo di evitare bruschi aumenti dei prezzi dei beni immobili, per poter permettere a quelle parti meno abbienti della popolazione cinese l'acquisto di una casa. Ciò significa che l'aumento del Pil, stimolato dagli investimenti (che ha portato a quella bolla immobiliare che Pechino voleva sgonfiare), sarà oggi meno significativo rispetto al 2009 (semplicemente perché il governo è oggi consapevole del fatto che iniettare troppo de-

¹³ Vedi anche D. GAVYN, *China in a soft landing, for now*, in «The Financial Times» 15 luglio 2012.

naro in progetti edili porterebbe inevitabilmente a una bolla immobiliare).

All'inizio di settembre, Pechino ha annunciato l'approvazione di 60 grossi progetti infrastrutturali del valore di 150 miliardi di dollari. Si tratta di circa un quarto dell'ammontare totale del pacchetto di stimolo offerto da Pechino in risposta alla crisi finanziaria globale del 2008. Anche se Pechino dovesse decidere di aggiungere più fondi al pacchetto di stimolo durante i prossimi mesi, è improbabile che il governo adotti pacchetti economici e finanziari simili a quelli del 2008 e del 2009. Di certo, ciò non sarebbe del tutto negativo in quanto la strategia di affrontare i problemi economici attraverso liquidità monetaria aggiuntiva e illimitata non crea incentivi e, quindi obblighi, per affrontare e risolvere i problemi relativi alle riforme strutturali ed economiche. Nondimeno, l'annunciato ritorno a un (economicamente malsano) affidamento alla spesa per investimenti per evitare la recessione è, senza dubbio, un ostacolo alla scorrevole implementazione del 12° Piano Quinquennale. Il Piano, approvato nel 2011, prevede un aumento del consumo interno per riequilibrare l'economia cinese e ridurre la dipendenza del Paese dagli investimenti in immobilizzazioni.

6. Surplus commerciale in calo

Il Congresso degli Stati Uniti e la Commissione europea temono il surplus commerciale della Cina. Lo scorso ottobre, il Senato americano ha approvato una legge che prevede ritorsioni contro qualsiasi paese che produca un surplus di grandi dimensioni (da un punto di vista americano) con una moneta svalutata. Anche se il surplus commerciale della Cina con l'America e l'Unione Europea rimane molto grande e politicamente dibattuto, l'ammontare complessivo del surplus cinese è in continua diminuzione. Nel 2011, è sceso a 201 miliardi di dollari, meno del 2,8% del Pil del Paese, la percentuale più bassa dal 2002. Il surplus cinese è addirittura inferiore a quello della Germania¹⁴.

L'enorme surplus commerciale della Cina è nato dal boom di investimenti seguito all'adesione della Cina all'Organizzazione Mondiale del Commercio (Wto) nel 2001. Tale boom ha creato un eccesso di capacità in settori quali quello automobilistico, dei materiali da costruzione e, soprattutto, dell'acciaio. Le industrie cinesi hanno inizialmente ridotto le importazioni, iniziando a esportare su larga scala, mentre il mercato interno diventava troppo piccolo. Nel corso degli anni, la Cina da importatore netto, ad esempio di acciaio nel 2004, è diventata il più grande esportatore netto al mondo (avendo superato di recente anche la Germania). Un ulteriore ampliamento dello già enorme surplus commerciale cinese è però alquanto improbabile, visto che un surplus più grande dovrebbe essere accompagnato da un aumento del tasso di consumo interno e, inoltre, significherebbe che il Paese dovrebbe ulteriormente, e significativamente, aumentare la sua quota di mercato globale in molti settori (caso altamente improbabile).

Dati del Fondo Monetario Internazionale indicano che gli investimenti, come percentuale del Pil, sono aumentati di oltre sei punti tra il 2007 e il 2010, dal momento in cui è

¹⁴ *The retreat of the monster surplus*, in «the Economist», 26 maggio 2012.

stato ordinato alle banche di proprietà statale di concedere prestiti su larga scala con lo scopo di stimolare l'economia. Il Fmi stima che l'aumento degli investimenti cinesi tra il 2007 e il 2010 è stato responsabile della contrazione del surplus del 25-33%. Ma ci sono anche altri fattori che hanno contribuito alla graduale diminuzione del surplus commerciale cinese: l'aumento dei prezzi delle materie prime e, ciò che è forse più rilevante, l'aumento dei salari e dei prezzi.

Il surplus commerciale cinese potrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi mesi se un aumento degli investimenti indotti dal governo portasse a un rinnovato boom delle esportazioni (anche se non si tratterebbe, forse, di un boom sostenibile e duraturo). In secondo luogo, il tasso d'investimento della Cina potrebbe diminuire se i consumi interni non riuscissero a compensare il calo degli investimenti. Questo costringerebbe la Cina a fare nuovamente affidamento alla domanda estera per mantenere l'economia in movimento.

7. La valuta Cinese

La moneta cinese, a detta dei politici, soprattutto americani, è svalutata, favorendo ingiustamente le esportazioni cinesi verso gli Usa. La valuta cinese si è apprezzata nel corso degli ultimi anni, anche se non tanto velocemente quanto richiesto da Washington. L'aumento del valore del renminbi è, in realtà, molto più significativo di quanto i politici americani affermino: il suo valore è aumentato del 12% tra giugno 2010 e febbraio 2012 e del 40%, al netto dell'inflazione, dal 2005. Mentre il governo cinese continua a riservarsi il diritto (così come altri governi, ad esempio Giappone e Svizzera) di controllare il valore della sua moneta attraverso significativi, e sicuramente dubbi, interventi sul mercato, tra gli analisti c'è un quasi assoluto consenso sul fatto che una valuta cinese apprezzata sarebbe nell'interesse anche dello stesso governo cinese. Di conseguenza, la Cina continuerà a lasciare la sua moneta rivalutarsi, seppur lentamente e non senza interruzioni (quando ritenuto necessario da Pechino)¹⁵.

L'apprezzamento della valuta cinese può essere misurato in vari modi. La misura applicata dalla maggior parte degli economisti è il tasso di cambio effettivo reale (Real Effective Exchange Rate - Reer) aggiustato per l'inflazione dei prezzi al consumo e ponderato in base al commercio. Considerando questo metodo, la valuta cinese dal luglio 2005 si è apprezzata del 27%.

La dimensione del surplus complessivo della Cina dipende anche dalla volatilità dei prezzi, come ad esempio il costo del petrolio greggio e di altre materie prime che la Cina importa su larga scala. Negli ultimi anni il prezzo delle importazioni cinesi è aumentato rispetto al prezzo delle sue esportazioni. Secondo il Fmi, questo deterioramento dei termini di scambio della Cina potrebbe spiegare fino al 50% del calo del suo surplus tra il 2007 e il 2011.

¹⁵ Vedi anche *China-Economic Watch-As RMB internationalization advances, new headwinds call for policy steps*, «BBVA Research», 17 luglio 2012.

8. Strumenti monetari

In Cina, a differenza di Giappone, Stati Uniti ed Europa i tassi d'interesse potrebbero ancora essere abbassati in modo significativo. La Cina ha un ampio margine di manovra fiscale e la possibilità di ridurre i tassi d'interesse. Il rallentamento nel settore immobiliare cinese è dovuto principalmente alle politiche del governo atte a limitare la speculazione immobiliare. Le restrizioni che consentono una certa speculazione immobiliare potrebbero in futuro essere nuovamente allentate, se necessario. Pechino ha ordinato due tagli ai tassi d'interesse, tagli che hanno liberato circa 1,2 trilioni di yuan (190 miliardi di dollari) per nuovi prestiti, tagliando i coefficienti di riserva di cassa (Rrr) alle banche. Il tasso sui prestiti a un anno è ora pari al 6,31%, tasso che lascia ancora molto spazio per tagli aggiuntivi destinati alla riduzione dei tassi d'interesse, nel caso di un prolungato rallentamento dell'economia cinese¹⁶. Il tasso d'inflazione lascia infatti ulteriore spazio per un allentamento della politica monetaria e nuovi tagli ai tassi d'interesse. I prezzi al consumo sono aumentati solo del 3% lo scorso maggio, in calo rispetto al 3,4% di aprile, segnando il più lento tasso dal giugno 2010. Si tratta di un tasso ben al di sotto della soglia del 4% considerata dal governo cinese come troppo alta e insostenibile. Di conseguenza, molti economisti prevedono da uno a due tagli aggiuntivi ai tassi d'interesse entro la fine di quest'anno.

Gli economisti sono d'accordo nel sostenere che il governo cinese ha finora fatto le mosse giuste per controllare il ritmo della crescita economica: il governo ha, ad esempio, abolito l'imposta sul reddito delle società, sostituendola con un'imposta sul valore aggiunto, nel tentativo di alleviare l'onere fiscale per le piccole e medie imprese.

Conclusioni

John Makin, analista economico e politico presso l'American Enterprise Institute, sostiene che gli eccessivi investimenti cinesi costituiscono uno dei fattori all'origine delle ripetute crisi finanziarie che hanno afflitto i mercati mondiali dei capitali negli ultimi anni¹⁷. Secondo la tesi dello studioso, l'invecchiamento della popolazione cinese, seguita alla politica del figlio unico, insieme al successo delle riforme economiche di Deng Xiaoping, ha portato a un enorme aumento del tasso di risparmio. Questo ha costretto il governo ad aumentare gli investimenti pubblici e tenere a freno in modo artificiale il tasso di cambio, al fine di mantenere la crescita della domanda aggregata e dell'occupazione. Questo processo è, per molti versi, simile all'eccesso di investimenti che si è verificato, per motivi analoghi, in Giappone nel 1980, con il conseguente scoppio della bolla economica giapponese negli anni Ottanta e Novanta.

Decenni di risparmi e investimenti troppo elevati, secondo Makin, hanno lasciato la Ci-

¹⁶ *China's monetary policy*, in «The Economist», 12 giugno 2012.

¹⁷ J. MAKIN, *Why so many financial crises*, American Enterprise Institute (Aei), luglio 2012, <http://www.aei.org/outlook/economics/international-economy/why-so-many-financial-crises/>

na con una capacità inutilizzata nel settore manifatturiero e una bolla immobiliare (sempur in diminuzione). Poiché il tasso di cambio del renminbi è stato fisso per gran parte di questo periodo, ed è stato impedito ai cittadini cinesi di investire all'estero, il risparmio in eccesso è stato incanalato nei tre trilioni di dollari di riserva in valuta straniera.

È molto probabile che l'economia cinese, nei mesi e forse anche negli anni a venire, produrrà una crescita più lenta rispetto agli anni precedenti. Fintanto che gli Stati Uniti e le economie europee lotteranno contro la recessione e il rallentamento dei consumi interni, le imprese e le fabbriche cinesi continueranno a risentirne l'impatto. Anche se gli interventi monetari e fiscali del governo centrale continueranno ad alleviare le conseguenze negative del recente rallentamento economico cinese, questi non saranno in grado di sostituire quelle riforme economiche, finanziarie e strutturali alla base di una crescita economica equilibrata e duratura della seconda più grande economia al mondo.

Le autorità cinesi, nei prossimi mesi, faranno ancora affidamento sulla spesa per investimenti per stimolare l'economia e mantenere tassi di crescita a un livello accettabile per Pechino. Come in passato e altrove (ad esempio negli Stati Uniti), questa strategia potrebbe funzionare e produrre risultati nel breve periodo, ma potrebbe avere un impatto negativo, nel lungo periodo, sugli sforzi che la Cina sta facendo per trasformare la sua economia ad alta intensità di lavoro in una più innovativa.

Indubbiamente, i politici cinesi sono oggi sempre più preoccupati per la dipendenza della Cina dagli investimenti sulle infrastrutture pubbliche e per la speculazione immobiliare. In altre parole, le preoccupazioni riguardano problemi simili a quelli attraversati dal Giappone alla fine degli anni Ottanta e Novanta: una crisi bancaria causata da una massiccia quantità di crediti non performanti concessi a imprenditori edili. Nel corso degli ultimi due anni, il volume di questi crediti è aumentato di circa il 60%. Nonostante vi sia pochissima trasparenza sulla quantità di questo tipo di crediti, si stima che Pechino, tra il 2001 e il 2008, abbia cancellato crediti per un valore di circa 380 miliardi di euro.

In Cina, la gran parte degli investimenti è fatta da imprese di proprietà statale e, negli ultimi anni, da società di costruzioni sotto il controllo delle autorità provinciali e comunali, senza apparire nei rispettivi bilanci. Si tratta di attività non sostenibili e, al fine di stimolare ulteriormente l'imprenditorialità privata, banche statali cinesi dovrebbero avere il mandato e l'autorità per concedere più prestiti a società private (invece che quasi esclusivamente a società statali).

L'influenza dello Stato sull'allocazione del capitale è alla base di molti sprechi, ma aiuta a mantenere elevati gli investimenti quando la fiducia e gli investimenti da parte di soggetti privati sono bassi. Sebbene il sistema bancario cinese sia inefficiente e sempre più gravato da sofferenze, esso probabilmente rimane solido grazie a quell'enorme pool di depositanti cinesi che non ha altri luoghi in cui poter conservare il proprio denaro e investire. Le cose potrebbero farsi ancora più complicate se la quantità di crediti sofferenze superasse un livello critico tale da obbligare il governo centrale a intervenire e ricapitalizzare le banche in modo costante e durevole.

Mentre le imprese di proprietà statale sono uscite rafforzate dal ridimensionamento di successo degli anni novanta, la rete di sicurezza sociale del paese non si è mai ripresa dalla massiccia ristrutturazione che le Soe (State-owned Enterprise) hanno allora subito. Esiste un ampio consenso tra gli analisti sulla necessità dello Stato di spendere molto di più, negli anni avvenire, nella sicurezza sociale, compresa l'assistenza sanitaria, le pensioni, gli alloggi e la riduzione della povertà, in modo tale da poter essere in grado di ottenere quell'aumento del consumo interno auspicato dal governo negli ultimi due, tre anni.

Nonostante una situazione fiscale favorevole, un gettito fiscale record, un bilancio in attivo e un'inflazione al più basso livello da due anni, non c'è quasi nulla che Pechino possa fare per stimolare la domanda oltre i suoi limiti. I principali clienti della Cina sono i paesi indebitati e l'Ue, ed è quasi certo che le esportazioni sia verso gli Stati Uniti che verso l'Europa continueranno a ridursi nei prossimi mesi. Senza una grande spinta della domanda sia dagli Stati Uniti che dall'Unione Europea, le politiche cinesi di stimolo all'economia potrebbero avere solo un effetto a breve termine e potrebbero non contribuire a un aumento della crescita economica in modo sostenibile.

L'OSSERVATORIO DI POLITICA INTERNAZIONALE È UN PROGETTO DI COLLABORAZIONE TRA SENATO DELLA REPUBBLICA, CAMERA DEI DEPUTATI E MINISTERO DEGLI AFFARI ESTERI CON AUTOREVOLI CONTRIBUTI SCIENTIFICI.

L'OSSERVATORIO REALIZZA:

Rapporti

Analisi di scenario, a cadenza annuale, su temi di rilievo strategico per le relazioni internazionali.

Focus

Rassegne trimestrali di monitoraggio su aree geografiche e tematiche di interesse prioritario per la politica estera italiana.

Approfondimenti

Studi monografici su temi complessi dell'attualità internazionale.

Note

Brevi schede informative su temi legati all'agenda internazionale.

Approfondimenti già pubblicati:

- n. 50 Il dibattito sulle prospettive dell'Ue e dell'Euro in Germania, Francia, Regno Unito e Spagna (ISPI-IAI – febbraio 2012)
- n. 51 I riflessi del ritiro americano sulla politica irachena (CeSI – marzo 2012)
- n. 52 La Libia dopo Gheddafi (ISPI-CeSPI – marzo/aprile 2012)
- n. 53 Il quadro finanziario pluriennale (QFP) e l'Italia (ISPI – maggio 2012)
- n. 54 Percezioni nel mondo arabo della crisi siriana e della questione palestinese (CESI – maggio 2012)
- n. 55 Prospettive commerciali e tenuta del sistema bancario e finanziario nella Repubblica Popolare Cinese (T.Wai) – Torino World Affairs Institute – maggio 2012
- n. 56 Politica europea dell'energia: il Corridoio Sud (IAI – giugno 2012)
- n. 57 La vigilia della Conferenza delle Nazioni Unite sullo sviluppo sostenibile (CeSPI – giugno 2012)
- n. 58 L'Europa verso un 'Political compact': opzioni per uscire dalla crisi (ISPI – giugno 2012)
- n. 59 L'impatto delle primavere arabe sui flussi migratori regionali e verso l'Italia (CeSPI – luglio 2012)
- n. 60 La risorsa emigrazione – Gli italiani all'estero tra percorsi sociali e flussi economici, 1945/2012 (ISPI – luglio 2012)
- n. 61 La gestione delle risorse naturali in Africa nel quadro del raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo del Millennio (CeSPI)

Le opinioni riportate nel presente dossier sono riferibili esclusivamente all'Istituto autore della ricerca.

Coordinamento redazionale a cura della: