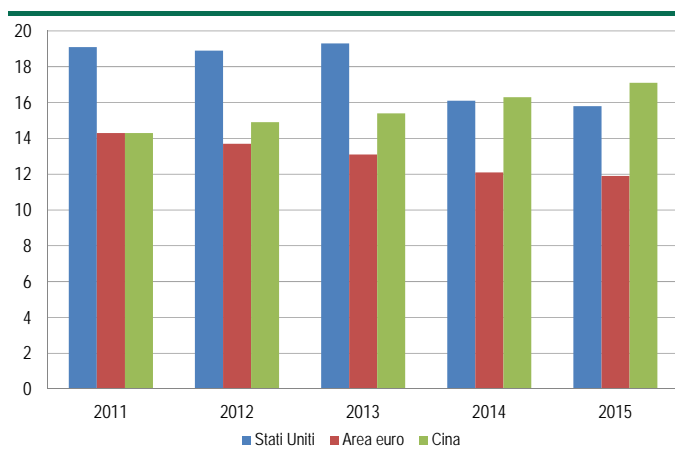


Quote % del Pil mondiale in PPP



Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Nel primo trimestre del 2016 la **Cina** è cresciuta ad un tasso annuo del 6,7%, il ritmo più lento da inizio 2009 e inferiore (seppure di poco) al consuntivo dell'ultimo trimestre 2015. Tuttavia il Fmi ha rivisto al rialzo la previsione di sviluppo di questo Paese (a +6,5% nel 2016 e a +6,2% nel 2017). In effetti, numerosi sono gli indicatori congiunturali che giustificano una cauta visione favorevole della situazione.

Sulle prospettive di sviluppo cinesi, però, pesa la profondità di alcuni squilibri, tra cui quello della **sovracapacità produttiva** di una parte importante dell'industria di base, un problema che ha cause sia congiunturali sia remote. Le autorità cinesi non negano che il problema esista ma gli interventi finora predisposti non sembrano aver mutato sensibilmente la situazione.

La questione è destinata a giocare un ruolo importante nel **riconoscimento dello status di economia di mercato** cui la Cina aspira a quindici anni dalla sua adesione al WTO. La chiusura delle imprese in eccesso (inefficienti sotto il profilo produttivo e in precarie condizioni finanziarie) si interseca anche con il risanamento del sistema bancario nazionale.

n. 17

06 maggio 2016



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Cina: l'eccesso di capacità produttiva dell'industria di base uno dei grandi nodi da sciogliere

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

In un contesto di ridimensionamento delle prospettive mondiali il Fondo Monetario Internazionale ha rivisto al rialzo la previsione di crescita della Cina (a +6,5% nel 2016 e a +6,2% nel 2017). Il Paese risulta cresciuto nel primo trimestre del 2016 ad un tasso annuo del 6,7%, il ritmo più lento da inizio 2009 e inferiore (seppure di poco) al consuntivo dell'ultimo trimestre 2015. Sono tuttavia numerosi gli indicatori congiunturali che giustificano una cauta visione favorevole della situazione.

Sulle prospettive di sviluppo cinesi, tuttavia, pesa la profondità di alcuni squilibri, tra cui quello della sovracapacità produttiva di una parte importante dell'industria di base. Il problema riguarda una decina di settori (dall'acciaio al cemento, all'alluminio, alla raffinazione, al carbone, etc.) ed ha cause sia congiunturali sia strutturali.

Le autorità cinesi non negano che esista effettivamente un eccesso di capacità produttiva ma gli interventi finora predisposti non sembrano aver ridimensionato sensibilmente il problema. Per la Cina il taglio della capacità in eccesso implica la messa in discussione di milioni di posti di lavoro ma la mancata soluzione del problema ha conseguenze dello stesso tipo per i principali paesi industrializzati.

La questione è destinata a giocare un ruolo importante nel riconoscimento dello status di economia di mercato cui la Cina aspira a quindici anni dalla sua adesione al World Trade Organization.

La chiusura delle imprese in eccesso (inefficienti sotto il profilo produttivo e in precarie condizioni finanziarie) si interseca anche con il risanamento del sistema bancario nazionale.

Segnali congiunturali positivi

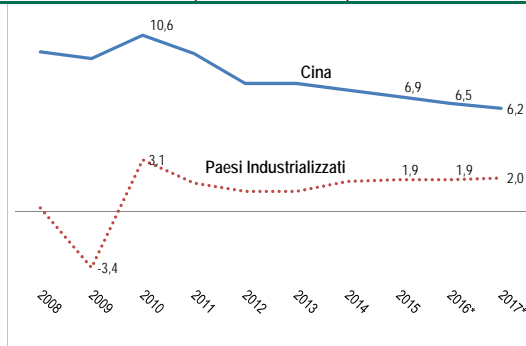
Nel più recente scenario previsivo predisposto dal Fondo Monetario Internazionale¹ il miglioramento della previsione di crescita della Cina è uno dei pochi aspetti positivi. In un contesto di ridimensionamento delle prospettive mondiali (a +3,2% nel 2016 e a +3,5% nel 2017) la previsione di crescita della Cina viene invece vista al rialzo (+0,2 pp in entrambi gli anni, a +6,5% nel 2016 e a +6,2% nel 2017). Se questa ipotesi si rivelasse esatta la Cina risulterebbe nel biennio responsabile di un terzo della crescita economica globale, un contributo che sale intorno al 40% se si considerano anche gli effetti indotti sul resto dell'Asia emergente.

Secondo l'istituto di statistica cinese il Paese sarebbe cresciuto nel primo trimestre del 2016 ad un tasso annuo del 6,7%, il ritmo più lento da inizio 2009 e inferiore (seppure di poco) al 6,8% registrato nell'ultimo trimestre 2015. È comunque nel solco di quell'intervallo di crescita (6,5-7%) ipotizzato nel nuovo piano quinquennale approvato dal Parlamento cinese nel marzo scorso. A giustificare una favorevole visione della situazione è il miglioramento di un ampio insieme di indicatori congiunturali a cominciare dalla produzione industriale che a marzo registra una crescita del 6,8% a/a, ben al di sopra dei mesi precedenti.

¹ IMF, World Economic Outlook - *Too slow for too long*, aprile 2016. Rispetto al precedente quadro di previsione (gennaio 2016) la correzione a livello globale è di -0,2 punti percentuali per il 2016 e di -0,1 pp per il 2017.

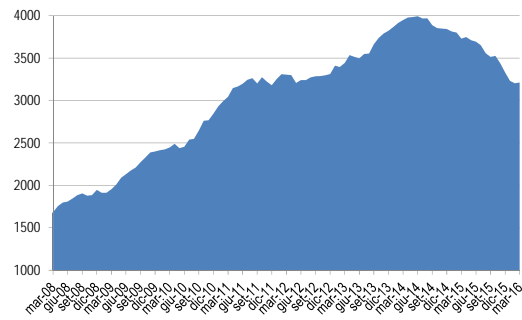
**Crescita economica
in Cina e nei Paesi Industrializzati**

(Pil; var. % a/a)



Fonte: Fondo Monetario Internazionale
*: previsione

**Cina: riserve in valuta estera
(\$ mld)**



Fonte: Banca Centrale

Un rilevante sostegno alla domanda interna risulta provenire dalle vendite al dettaglio aumentate intorno al 10% a/a. In forte crescita sono le vendite di automobili (+10% circa) e di cellulari. Conferme ulteriori di un contesto tendenzialmente favorevole vengono sia dai piani di sviluppo di importanti società estere sia dalle aspettative delle famiglie (il 55% di esse ipotizza redditi in crescita nel prossimo quinquennio).

La lista degli indicatori economico-finanziari che si muovono in senso favorevole include anche quotazioni immobiliari in ripresa (+3,1% a/a per le nuove abitazioni), nell'ambito di un conosciuto quadro di rilevanti differenze (nell'area di Shanghai e Shenzhen la crescita su base annua sarebbe nell'ordine delle decine di punti percentuali).

Nei rapporti con l'estero la Cina sembra fare passi avanti verso un nuovo equilibrio. Dopo la flessione dei due mesi precedenti, a marzo le esportazioni sono cresciute in misura rilevante a fronte di una lieve contrazione delle importazioni (comunque inferiore al recente passato). Nel frattempo cresce la spesa dei turisti cinesi all'estero mentre si attenua sensibilmente l'uscita di capitali (\$1.000 mld nella seconda parte del 2015, solo \$175 mld nel primo trimestre di quest'anno). L'insieme dei flussi valutarie si è tradotto a marzo in una crescita delle riserve valutarie, una crescita quasi trascurabile sotto il profilo quantitativo² (appena \$10 mld a fronte di uno stock di oltre \$3.200 mld) ma sicuramente importante perché interrompe un trend di contrazione in atto da un anno e mezzo e soprattutto si contrappone al deflusso di circa \$100 mld al mese registrato tra novembre 2015 e gennaio 2016.

Ridimensionare gli squilibri strutturali

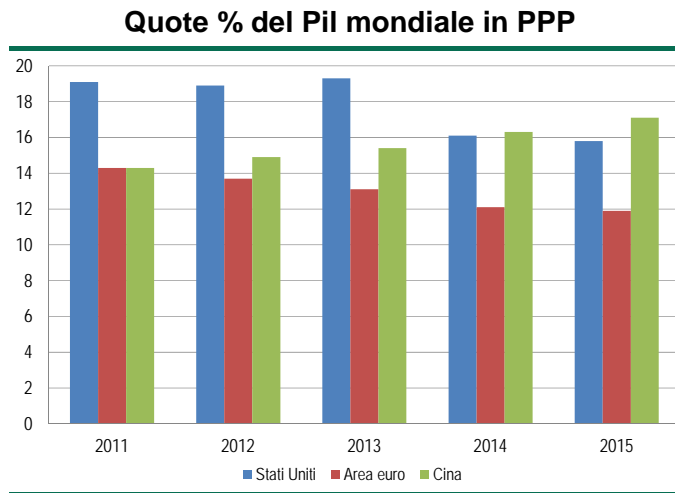
Le preoccupazioni che la Cina ha suscitato nella seconda metà dello scorso anno erano quindi eccessive? La Cina sta cioè rapidamente recuperando un sostenibile percorso di crescita, confermandosi *driver* della crescita mondiale?

Il mercato azionario non sembra di questa opinione: dopo il forte ridimensionamento nella seconda parte del 2015 (-31% per lo Shanghai Stock Exchange Composite Index) il trend al ribasso è proseguito anche nell'anno in corso (-17% nei primi 4 mesi

² L'analisi delle cause delle variazioni delle riserve valutarie cinesi è sempre parziale perché le autorità non forniscono dettagli sulla loro composizione per valuta.

del 2016), un andamento quest'ultimo sostanzialmente diverso da quello dei principali indici statunitensi ed europei.

Nel rispondere alle domande proposte, due premesse sembrano necessarie. La prima è che le preoccupazioni sulla Cina sono in misura non secondaria legate alla perdita di dinamismo delle altre grandi aree economiche, gli Stati Uniti ma soprattutto l'Europa. In secondo luogo, le dimensioni economiche raggiunte dalla Cina rendono qualsiasi problema interno a questo Paese sempre più un problema di rilievo globale: secondo le stime del Fmi, dal 2014 la quota del Pil mondiale (espresso in PPP³) attribuibile alla Cina ha superato quella degli Stati Uniti. Per oltre 100 paesi che rappresentano l'80% circa dell'economia mondiale la Cina è uno dei 10 principali partner commerciali.



Fonte: Fondo Monetario Internazionale

È però innegabile che sulle prospettive di sviluppo cinesi pesa la profondità di alcuni squilibri, la cui origine è individuabile in misura non secondaria nello straordinario dinamismo sperimentato nel recente passato (crescita a doppia cifra da metà degli anni '90 fino al 2011, +7,5% l'anno circa nel quadriennio più recente). Alcuni di questi squilibri rischiano di frenare l'ambizioso progetto di mutare aspetti essenziali del meccanismo di crescita, progetto spesso riassunto nella formule "meno investimenti, più consumi" o "meno industria (pesante), più servizi". Queste formule hanno il vantaggio della sintesi rapida ma semplificano largamente il problema delle trasformazioni necessarie. Da un lato omettono di segnalarne la straordinaria dimensione, dall'altra riducono il confronto tra vecchio e nuovo ad un'alternativa tra settori quando in realtà le trasformazioni più rilevanti sono attese all'interno dei singoli macrosettori o macroaggregati.

Sempre più centrale il nodo della sovracapacità produttiva

Tra i principali squilibri da risolvere vi è certamente quello della sovracapacità produttiva di alcuni settori dell'industria di base. Secondo un recente documento diffuso dagli imprenditori europei⁴ il problema riguarderebbe una decina settori: acciaio, cemento, vetro piano, alluminio, chimica, cantieristica, turbine eoliche, raffinazione,

³ PPP (Purchasing Power Parity, Parità di Potere d'Acquisto).

⁴ European Chamber – Roland Berger, *Overcapacity in China. An impediment to the Party's Reform Agenda*, 22 febbraio 2016.

carta e cartone, carbone e altre attività estrattive. In tutti questi settori la capacità produttiva in eccesso sarebbe su livelli elevatissimi tanto da determinare un tasso di utilizzo degli impianti che in qualche caso scende fino al 66% (raffinazione) o anche meno (molti comparti della chimica). Nel caso dell'acciaio la produzione cinese sarebbe più del doppio di quella degli altri quattro principali paesi produttori combinati insieme (Giappone, India, Stati Uniti, Russia); il cemento prodotto dalla Cina in due soli anni equivarrebbe a quello prodotto dagli Stati Uniti nell'intero XX secolo; alla Cina è attribuito il 90% della crescita della produzione di acciaio realizzata nella decade terminata nel 2014; etc.

Questa situazione determina da tempo una rilevante caduta dei prezzi che spinge fuori mercato i produttori degli altri paesi ma non quelli cinesi, con la conseguente accusa di *dumping*⁵. Negli anni difficili le aziende cinesi risultano più protette dall'avere lo Stato come azionista (quasi sempre esclusivo), negli anni favorevoli non devono subire pressioni per distribuire dividendi (e possono quindi irrobustire il proprio profilo finanziario). Ne consegue una debole selezione delle imprese, la permanenza in attività di aziende largamente inefficienti e quindi un accumulo di capacità produttiva.

La debolezza della congiuntura economica globale affermatasi dopo il 2008-09 ha certamente contribuito a far emergere questo eccesso di capacità. Ma le cause profonde del problema sono più remote. La condizione di sovraccapacità si è gradualmente determinata a partire dagli anni '90 ma per molti anni non è stata riconosciuta dalle autorità cinesi perché stemperata da un massiccio flusso di esportazioni, in un clima di sviluppo allora decisamente intenso a livello nazionale e internazionale. Negli anni più acuti della recente crisi mondiale per sostenere la domanda interna il governo è intervenuto finanziando cospicui piani d'investimento, attivando una generosa offerta di finanziamenti, concedendo rilevanti allentamenti fiscali. Di queste politiche i settori prima elencati hanno beneficiato in larga misura. L'eccesso di capacità produttiva ha così compiuto un ulteriore, rilevante passo in avanti, evidenziato da una sensibile riduzione del grado di utilizzo degli impianti, sia in patria sia all'estero.

Altri fattori hanno contribuito al formarsi di questa capacità produttiva in eccesso, o comunque hanno rallentato l'azione correttiva. Ad esempio, le amministrazioni locali da tempo svolgono un ruolo importante per attivare nuovi investimenti pubblici e/o ostacolano ogni progetto di razionalizzazione che possa avere negative ricadute occupazionali (dalla chiusura di impianti ad operazioni di fusione con aziende insediate in altre regioni). Inoltre, le autorità locali hanno frequentemente ostacolato l'applicazione delle politiche di protezione ambientale decise a livello centrale consentendo la sopravvivenza di impianti fortemente inquinanti. Questo intervento delle autorità locali è stato spesso contrastato solo debolmente per il timore di tensioni sociali, esistendo spesso un problema di forte concentrazione territoriale di alcune produzioni. Non secondario per la formazione di un eccesso di capacità è stata anche la disponibilità di importanti *input* produttivi a prezzi non di mercato (è il caso dell'energia per settori energivori come quelli della produzione di alluminio o del vetro). Non meno importante, infine, il ruolo svolto dal contesto e la cultura imprenditoriale che hanno orientato il management cinese verso la crescita delle quote di mercato e dei volumi a scapito spesso dell'efficienza e della redditività.

⁵ Con il termine *dumping* si fa riferimento alla vendita di un bene o di un servizio su di un mercato estero ad un prezzo inferiore rispetto a quello di vendita/produzione del medesimo prodotto sostenibile dai produttori locali. Delle 28 inchieste *antidumping* avviate dalla Commissione europea, 16 coinvolgono la Cina.

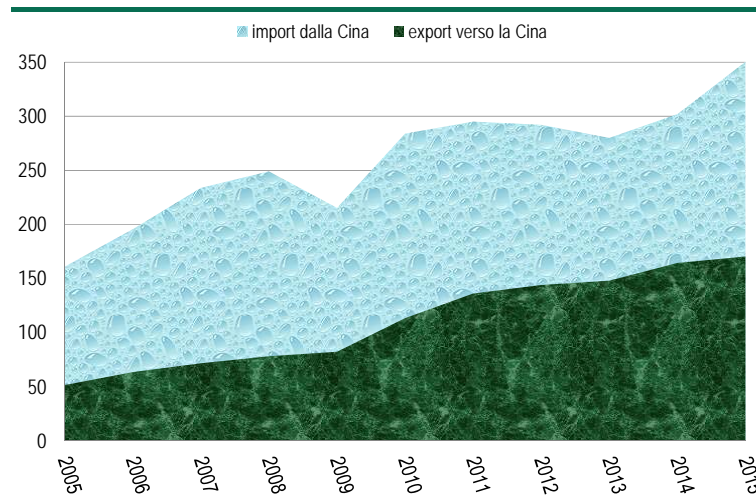
Le autorità cinesi non negano che in molti settori industriali di base esista effettivamente un eccesso di capacità produttiva e da alcuni anni sono impegnate per ridimensionare il problema: lo State Council, la massima autorità amministrativa cinese, ha recentemente stabilito che la soluzione del problema è una priorità nazionale. In più casi, però, l'efficacia degli interventi è risultata compromessa da altri provvedimenti di politica economica. Comunque, negli ultimi anni 700-800 imprese attive nei settori sovradimensionati sarebbero state costrette alla chiusura (in molti casi, però, si tratterebbe di realtà industriali di trascurabile dimensione); circa 1.000 miniere di carbone dovrebbero essere chiuse nell'anno in corso; molti nuovi progetti sono stati congelati o cancellati; etc. Nell'insieme, però, la situazione non sembra essere mutata significativamente.

Ovviamente, si registra una profonda diversità di giudizio tra le autorità cinesi rispetto alle controparti dei paesi occidentali: per le prime si tratta di riequilibrare la capacità industriale del Paese, affiancando investimenti in nuove attività alle inevitabili chiusure; per le seconde è invece necessario procedere ad una radicale ristrutturazione dei settori interessati. Ne discendono conclusioni molto diverse in termini di radicalità e urgenza degli interventi.

Ogni ridimensionamento della capacità industriale inevitabilmente determina ricadute occupazionali importanti. Secondo una stima ritenuta ragionevole, il taglio del 30% della capacità produttiva dei settori in cui il problema è più grave potrebbe comportare in Cina la cancellazione di 3-4 milioni di posti di lavoro nell'arco di un triennio, un numero sicuramente importante ma gestibile per un Paese che nel periodo 2011-15 ha accresciuto l'occupazione di oltre 64 mln di unità, delle quali 13 mln solo nell'ultimo anno. Ovviamente determinante è l'intensità del processo di crescita.

Ue-28: interscambio commerciale con la Cina

(€ mld)



Fonte: Commissione Europea

Altrettanto pesanti le ricadute nel resto del mondo derivanti dal mantenimento di questa situazione. È stato stimato che il 44% della diminuzione dell'occupazione registratasi tra il 1990 e il 2007 nel settore manifatturiero degli Stati Uniti sarebbe addebitabile alle accresciute importazioni dalla Cina. Conclusioni della stessa qualità vengono formulate nel caso dell'Europa.

Sovracapacità produttiva e commercio internazionale

In questo braccio di ferro con la Cina l'Europa ha argomenti su cui fare leva. Tra essi quello degli scambi commerciali occupa sicuramente un posto di primo piano. La Ue-28, infatti, è il principale partner commerciale della Cina, il secondo dal lato delle esportazioni, il primo da quello delle importazioni⁶.

Appena due decenni fa gli scambi tra le due aree erano poco rilevanti. Lo scorso anno hanno superato i €520 mld per effetto di una crescita avvenuta su entrambi i lati ma decisamente più intensa per le esportazioni cinesi. Le vendite in Europa costituiscono il 16% delle esportazioni cinesi mentre le vendite in Cina rappresentano meno del 10% delle vendite all'estero delle imprese europee. Nel 2015 il saldo è risultato negativo per l'area europea per €180 mld (una media di €150 mld nel precedente quinquennio): di fatto le importazioni dalla Cina (€350 mld) sono il doppio delle esportazioni europee in Cina (€170 mld).

Quando nel 2001 la Cina aderì al WTO (World Trade Organization) le fu attribuito lo status di "economia in transizione" e fu stabilito un periodo di 15 anni per attuare importanti riforme. In parallelo con gli Stati Uniti, la Ue fissò 5 criteri per il riconoscimento dello status di "economia di mercato" e di conseguenza per la piena liberalizzazione degli scambi. A Bruxelles si riconosce che in questi anni la Cina ha compiuto importanti interventi di riforma ma al tempo stesso si evidenzia che si tratta di un processo in molte parti incompleto. Secondo una verifica effettuata lo scorso anno dal Directorate General for Trade della Commissione Europea la Cina rispetterebbe uno solo dei cinque criteri proposti. La sovracapacità nei principali settori dell'industria di base è uno degli argomenti spesso richiamati da chi si oppone a questa "promozione" della Cina.

Sovracapacità produttiva e solidità del circuito finanziario

La centralità del problema dell'eccesso di capacità produttiva in molti settori industriali è dimostrata anche dalla sua evidente relazione con la solidità del circuito bancario. Al tema il rapporto del Fmi dedica uno specifico approfondimento nel quale vengono considerate circa 2.900 imprese cinesi (di cui 2.600 quotate) titolari di quasi \$2.800 mld di finanziamenti.

Nell'analisi si definisce a rischio una società quando il suo margine operativo prima di tasse e svalutazioni è insufficiente a coprire gli interessi passivi. Sulla base di questo criterio risultano a rischio⁷ 590 delle imprese considerate (21%) titolari di circa \$ 400 mld di finanziamenti (14% del totale). Nel caso delle imprese impegnate nel settore dell'acciaio e minerario, due settori notoriamente affetti da eccesso di capacità produttiva, il rapporto tra esposizione delle imprese a rischio ed esposizione totale delle imprese del settore si aggira intorno a 2,5 volte quello medio (35-39% rispetto a 14%). Nel campione ci sono sicuramente altre imprese impegnate in settori problematici ma i loro dati sono inclusi nell'ampio "settore manifatturiero" che infatti registra una incidenza di finanziamenti a rischio particolarmente elevata (35%).

Le indicazioni così raccolte sono quindi estese dagli economisti del Fmi all'intero portafoglio *corporate* delle banche cinesi. Se ne ricava che i prestiti alle imprese considerabili a rischio in carico alle banche cinesi sono circa \$1.300 mld, il 12% del Pil. Se si aggiungono i finanziamenti erogati dalle istituzioni dello *shadow banking* e da

⁶ Commissione Europea, *European Union, Trade in goods with China*, 14 aprile 2016.

⁷ La soglia indicata è (in parte) arbitraria: se si richiedesse che il margine operativo coprisse in modo più ampio gli interessi passivi (2 volte) la quota del debito a rischio salirebbe dal 14% a poco meno del 30%.

istituzioni locali che a loro volta si finanziano presso istituti di credito il debito a rischio delle imprese sale a livelli decisamente preoccupanti.

Il problema della cattiva qualità dei bilanci di molte imprese cinesi è un tema ricorrente (lo scorso mese alcune di queste imprese non hanno onorato i pagamenti dovuti sulle loro obbligazioni). Tra coloro che seguono le vicende cinesi non sono pochi però quelli che ridimensionano significativamente la portata del problema⁸. In sintesi, il loro ragionamento è il seguente: i maggiori debitori sono aziende pubbliche, i loro creditori sono banche largamente controllate dallo Stato; il trasferimento del “problema” è quindi una decisione di carattere politico; il contenuto debito pubblico cinese (intorno al 40% del Pil) rende possibile il loro trasferimento nei conti pubblici (in effetti, tra il 1999 e il 2004 con una procedura di questo tipo sono stati rimossi quasi \$250 mld di prestiti deteriorati).

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com

⁸ Cfr. ad esempio Martin Feldstein, *Spinte sull'innovazione, confusione sul cambio*, Il Sole 24 Ore, 14 aprile 2016.