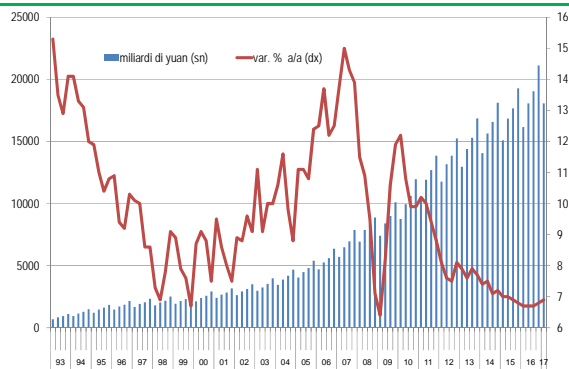
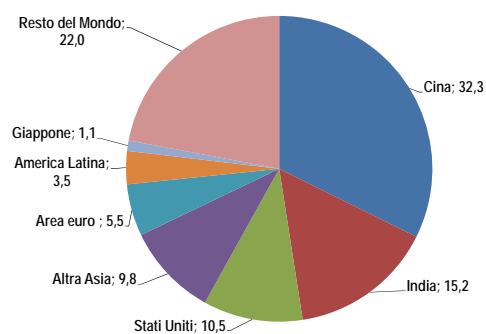


Cina: crescita annua del Pil (var. % a/a, dati trimestrali)



Fonte: National Bureau of Statistics of China

Contributi alla crescita economica globale nel 2017-18



Fonte: Servizio Studi Bnl su previsione Fmi

La **congiuntura economica cinese** si presenta ricca di indicazioni positive con una crescita nel primo trimestre 2017 attestata al +6,9% a/a, il miglior risultato nell'ultimo anno e mezzo. Il contributo della Cina alla crescita mondiale nel biennio 2017-18 è stimato pari ad un terzo del totale, 3 volte quello atteso dagli Stati Uniti, 6 volte quello dell'eurozona, il doppio di quello attribuibile all'India.

Nel **ridisegno del modello di sviluppo cinese** un passaggio importante e sostanzialmente completato è il ridimensionamento della domanda estera. Più lento e più recente il processo di ridefinizione del ruolo degli investimenti fissi, processo che si combina con la realizzazione di un intenso sforzo di rinnovamento qualitativo della struttura produttiva.

Nello scenario attuale non mancano evidenti criticità tra le quali emerge quello della complessiva fragilità del circuito finanziario nazionale. **Sovraindebitamento delle imprese e intensa crescita dimensionale del circuito bancario sono fenomeni in gran parte legati.** La futura stabilità del Paese dipende in misura non marginale da una più rigorosa gestione di questi due processi. Le autorità cinesi sono chiamate a delineare soluzioni ad importanti criticità del sistema finanziario, tra le quali in particolare il miglioramento della qualità del portafoglio prestiti delle banche e un raffreddamento dell'attività del cosiddetto *shadow banking system*.

n. 18

15 maggio 2017



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Cina: alla ricerca di uno sviluppo con meno squilibri

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

La congiuntura economica cinese si presenta ricca di indicazioni positive con una crescita nel primo trimestre del 2017 attestata al +6,9% a/a, il miglior risultato nell'ultimo anno e mezzo. Il contributo della Cina alla crescita mondiale nel biennio 2017-18 è stimato pari ad un terzo del totale, 3 volte quello atteso dagli Stati Uniti, 6 volte quello dell'eurozona, il doppio di quello attribuibile all'India.

Nel ridisegno del modello di sviluppo cinese un passaggio (sostanzialmente completato) è il ridimensionamento della domanda estera. Meno avanzato il processo di ridefinizione del ruolo degli investimenti fissi. Tra il 2009 e il 2014 la loro incidenza sul Pil si è posizionata al 45%, riducendosi un po' successivamente (43% del Pil nel 2015). Il processo di ridimensionamento quantitativo si combina con la realizzazione di un altrettanto importante sforzo di rinnovamento qualitativo della struttura produttiva.

Se è doveroso riconoscere che la Cina sta gestendo processi di trasformazione di indubbia rilevanza, è d'altra parte evidente che nello scenario attuale non mancano evidenti criticità la cui valutazione non può prescindere da due considerazioni. La prima è che si tratta di problemi di grande dimensione e che quindi richiedono tempi medio-lunghi per poter essere significativamente ridotti. La seconda è che questi squilibri sono stati in larga misura funzionali all'intenso processo di crescita realizzato nel recente passato. Comprensibilmente, quindi, si cerca di individuare interventi di correzione che non compromettano la tenuta economica (e quindi politica) del Paese.

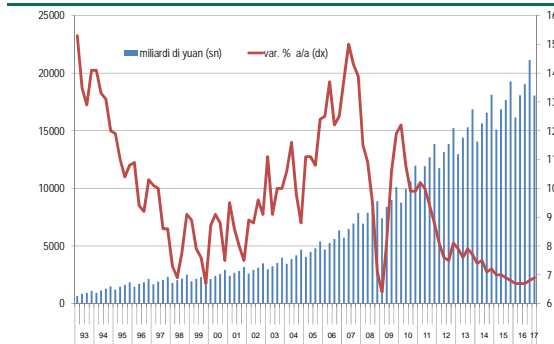
Un ambito problematico di indubbio rilievo è quello della complessiva fragilità del circuito finanziario nazionale. Sovraindebitamento delle imprese e intensa crescita dimensionale del circuito bancario sono fenomeni in gran parte legati. La futura stabilità del Paese dipende in misura non marginale da una più rigorosa gestione di questi due processi. Le autorità cinesi sono chiamate a delineare soluzioni ad importanti criticità del sistema finanziario, tra le quali in particolare il miglioramento della qualità del portafoglio prestiti delle banche e un raffreddamento dell'attività del cosiddetto *shadow banking system*.

Nel suo periodico rapporto sull'economia globale il Fondo Monetario Internazionale conferma la previsione di un moderato rafforzamento della dinamica mondiale. Secondo gli economisti di Washington il tasso di crescita globale dovrebbe salire nel biennio 2017-18 al 3,5-3,6%. La dinamica globale attuale, pur migliore di quella dell'ultimo triennio, è tuttavia ancora sensibilmente inferiore al trend sperimentato nel decennio precedente la crisi finanziaria internazionale (4,2%). Inoltre, rimane fortemente legata alle vicende di un solo Paese. Nel processo di crescita mondiale, infatti, il contributo della Cina risulta pari ad un terzo del totale, 3 volte quello atteso dagli Stati Uniti (10,5%), 6 volte quello dell'eurozona (5,5%), il doppio di quello attribuibile all'India (15%).

La congiuntura economica cinese si presenta ricca di indicazioni positive. Dopo le incertezze nella prima metà dello scorso anno, la crescita ha ritrovato vigore (+6,7% nell'intero 2016) e nel primo trimestre del 2017 si è attestata al +6,9% a/a, il miglior risultato nell'ultimo anno e mezzo. La produzione del settore industriale cresce a/a ad un ritmo del 6,8%, quella del comparto dei servizi dell'8,3%.

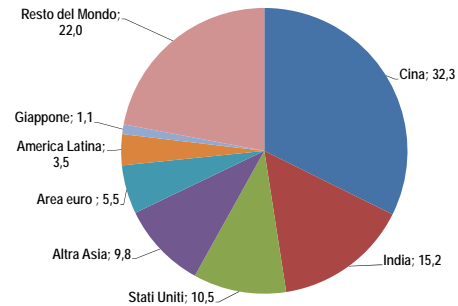
Cina: crescita annua del Pil

(var. % a/a, dati trimestrali)



Fonte: National Bureau of Statistics of China

Contributi alla crescita economica globale nel 2017-18



Fonte: Servizio Studi Bnl su previsione Fmi

Nel caso della Cina, però, gli andamenti congiunturali di maggiore interesse sono soprattutto quelli che forniscono indicazioni sui rilevanti processi di trasformazione strutturale in atto, processi che puntano ad un diverso equilibrio tra domanda interna e domanda estera, tra consumi e investimenti, tra industria e servizi.

I rapporti con l'economia globale

L'avanzo delle partite correnti della Cina continua a ridursi, dopo aver sfiorato il 10% del Pil nel triennio 2006-08. Secondo le stime del Fmi questo rapporto è sceso lo scorso anno all'1,8%, un ridimensionamento che si ritiene proseguirà (a 1,2-1,3% nel biennio appena iniziato); secondo l'Ocse, nel 2018 si potrebbe scendere anche al di sotto dell'1%. Ad alimentare la flessione sono molti fattori ma in particolare il maggior contenuto di importazioni delle componenti più dinamiche della domanda interna.

Per quanto riguarda i soli scambi di merci il 2016 si è chiuso con una flessione delle esportazioni di quasi l'8% (a \$2.100 mld, oltre il 70% al di sopra del dato 2009). La contrazione delle importazioni è stata più contenuta (-5,5%) con conseguente riduzione del saldo attivo (-14% a \$510 mld). Nei primi tre mesi dell'anno in corso entrambi i flussi hanno registrato una significativa ripresa, molto accentuata dal lato delle importazioni (+24% a/a), più contenuta da quello delle esportazioni (+8% a/a), con una prosecuzione del trend di riduzione del saldo (-40% a/a).

Dalla contrazione dell'avanzo commerciale continuano ad essere estranei gli scambi con gli Stati Uniti: il disavanzo di quest'ultimo paese è risultato nel 2016 pari a \$347 mld, importo poco diverso dai \$367 mld del 2015 o dai \$ 345 del 2014; il dato acquisito nei primi tre mesi del 2017 (-\$79 mld) è sostanzialmente in linea con quelli del triennio. L'entità e la rigidità di questo squilibrio alimenta un aspro contenzioso economico-politico: delle 25 denunce formulate in sede WTO dagli Stati Uniti dal 2008 in poi, ben 16 chiamano in causa la Cina. Secondo un calcolo convenzionale gli Stati Uniti sono per la Cina un partner più importante di quanto non verificato al contrario: le esportazioni verso gli Usa sono orientativamente un quinto del totale delle esportazioni cinesi (e quindi il 4% del Pil) mentre le esportazioni verso la Cina sono solo un decimo delle vendite all'estero degli Stati Uniti (e quindi meno dell'1% del Pil statunitense). A indebolire la significatività di questo calcolo è il ruolo e la dimensione degli investimenti esteri: tra il 1990 e il 2016 gli Stati Uniti avrebbero accumulato uno stock di investimenti

in Cina pari a circa \$240 mld; gli investimenti cinesi negli Stati Uniti sono un fenomeno relativamente recente e più limitato (a \$46 mld nel 2016).

Nell'analisi della proiezione estera della Cina un capitolo importante è rappresentato dalla dinamica degli investimenti all'estero. Secondo quanto comunicato dalle autorità, nel 2015 sono stati effettuati circa 6500 investimenti *cross-border* per un valore complessivo di \$118 mld; nell'anno successivo il fenomeno si è sensibilmente intensificato con quasi 8mila investimenti per un ammontare di \$170 mld. Nel primo trimestre del 2017, invece, il trend di crescita ha subito un improvviso raffreddamento con 1.475 operazioni per un importo di appena \$13,4 mld (-55% a/a). A determinare questa frenata sono state le disposizioni che, tra l'altro, impongono alle imprese di precisare la provenienza dei fondi impiegati e di comunicare altri importanti aspetti, in modo da individuare le operazioni il cui obiettivo prevalente (o esclusivo) è il trasferimento di fondi all'estero.

Nell'ottobre 2016 il renminbi cinese è entrato a far parte del paniere di valute che costituisce la base di riferimento dei Diritti Speciali di Prelievo, l'unità di conto del Fmi. Il peso attribuito alla valuta cinese è poco inferiore all'11%¹. Cresce nel frattempo il numero di paesi che ha deciso di diversificare le proprie riserve valutarie includendovi la valuta cinese (secondo stime del Fmi la quota dello yuan a livello globale è però appena sopra all'1%).

Malgrado questi riconoscimenti, sono molte le evidenze che segnalano un rallentamento nel processo di internazionalizzazione finanziaria della Cina: la quota dei contratti di esportazione definiti nella valuta cinese è scesa dal 26% al 16%; i depositi in valuta cinese detenuti a Hong Kong risultano ridotti del 30% rispetto al 2014; le attività finanziarie cinesi di proprietà estera sono scese (fine 2016) a Rmb 3,3 trilioni, oltre un quarto in meno rispetto ad un anno e mezzo prima; nel mercato obbligazionario la quota attribuibile agli investitori esteri si ferma all'1,3%; il turnover del renminbi cinese sui mercati valutari è ancora pari al 4% del totale, inferiore, oltre che a quello delle tradizionali valute di riserva anche a quello del franco svizzero, dollaro canadese e dollaro australiano; etc. A rallentare un posizionamento autorevole della Cina nel circuito finanziario internazionale sono molti fattori, tra i quali un posto di rilievo spetta alla insufficiente trasparenza di molti suoi meccanismi di funzionamento: l'intervento della banca centrale nella definizione della parità della valuta nazionale, ad esempio, è di gran lunga più ampio e continuo di quanto non si riscontri per gli altri maggiori paesi.

Gli investimenti e la ricomposizione della domanda globale

Nel ridisegno del modello di sviluppo cinese altro passaggio fondamentale è la ridefinizione del ruolo degli investimenti fissi. Tra il 2000 e il 2007 la loro incidenza sul Pil è salita dal 33% al 39%; la necessità di scongiurare un rallentamento economico ha sollecitato un ulteriore aumento di questa quota che dal 2009 al 2014 si è posizionata al 45%. Da allora è cominciato un processo di ridimensionamento relativo (43% del Pil nel 2015) che si combina con la realizzazione di un altrettanto importante sforzo di rinnovamento qualitativo della struttura produttiva.

Sotto quest'ultimo profilo si procede in una duplice direzione. Una è quella che punta a ridimensionare i settori dell'industria di base afflitti da un'evidente sovraccapacità produttiva, un problema che riguarderebbe una decina di settori (acciaio, cemento, vetro piano, alluminio, chimica, cantieristica, turbine eoliche, raffinazione, carta e

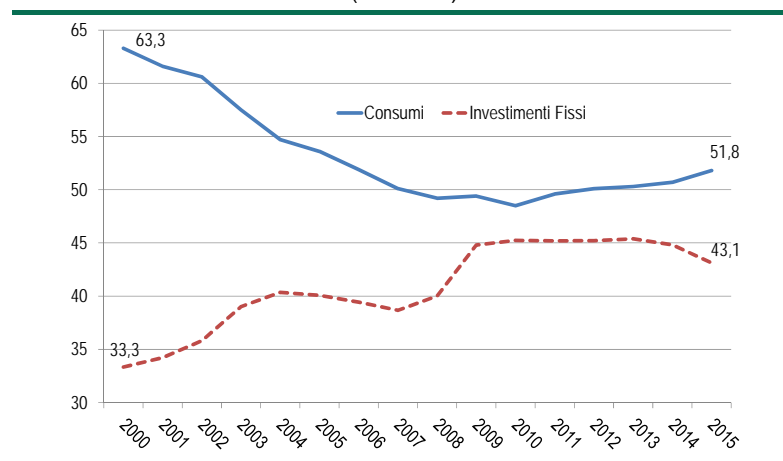
¹ Il renminbi affianca il dollaro statunitense (42%), l'euro (31%), lo yen giapponese (8,3%) e la sterlina inglese (8,1%).

cartone, carbone e altre attività estrattive). Alla riduzione di questa capacità produttiva contribuiscono tanto i provvedimenti delle autorità nazionali quanto la reazione di importanti paesi che hanno imposto/aumentato i dazi sulle importazioni dalla Cina di questi prodotti. I progressi per un problema di questa dimensione non possono che essere lenti, considerati anche i riflessi sotto il profilo territoriale e occupazionale. Le informazioni disponibili confermano il mutamento in atto: in questa prima parte dell'anno l'export di acciaio cinese risulta ridotto del 23-24% rispetto al corrispondente periodo del 2016; la necessità di ridurre l'inquinamento ha portato ad un sensibile taglio di molte produzioni, a cominciare da acciaio e alluminio; la produzione di carbone è entrata nel suo terzo anno di contrazione; etc.

Al ridimensionamento di questi settori dell'industria di base si affianca lo sforzo per conseguire un miglioramento della qualità della produzione dell'industria manifatturiera con una più ampia applicazione delle tecnologie informatiche, un programma che sollecita una migliore integrazione tra comparto industriale e settore dei servizi. L'obiettivo è quello di accrescere la presenza cinese nelle produzioni a più alto valore aggiunto. L'investimento in Ricerca&Sviluppo, ben al disopra dei migliori paesi emergenti (unica eccezione la Corea), è però ancora al disotto (incidenza % sul Pil) di quanto rilevabile nelle realtà economicamente avanzate (dal Giappone agli Stati Uniti, all'area euro).

Cina: consumi e investimenti fissi

(% del Pil)



Fonte: National Bureau of Statistics of China

Dall'inizio degli anni '90 al 2005 la quota dei prodotti high-tech sul totale delle esportazioni è passata da poco più del 10% a poco meno del 40%, confermandosi su questo livello negli anni successivi. Per avviare una nuova fase di crescita nel 2015 è stato avviato il progetto "Made in China 2025" che ha come riferimento l'intero comparto industriale ma si concentra in modo prioritario su 10 settori tra i quali IT, automazione e robotica, aerospazio, trasporto ferroviario, nuovi materiali, biofarmaca.

Nel primo trimestre 2017 l'ammontare degli investimenti fissi è risultato del 9,2% superiore a quello dello stesso trimestre dell'anno precedente ma l'avvio di nuovi progetti di investimento risulta diminuito del 6,5% a/a. Poco meno della metà della crescita dell'aggregato totale risulta inoltre attribuibile ai programmi di miglioramento delle infrastrutture (+23,5% a/a). Straordinariamente elevato il ritmo di crescita degli investimenti nei settori a più alta tecnologia (+23% a/a).

Nell'ambito della domanda globale, al ridimensionamento delle esportazioni e degli investimenti si contrappone il lento incremento dei consumi. Nel 2016 il loro contributo alla dinamica del Pil è stato pari a 4,3 punti percentuali, contributo salito a 5,3 pp nel primo trimestre di quest'anno; specularmente, l'apporto degli investimenti è sceso dai 2,8 pp dello scorso anno a 1,3 pp del primo trimestre 2017. In termini di consistenza, la quota dei consumi sul Pil è (2015) pari ancora ad appena il 52% del Pil, 3 pp al di sopra del 2010 ma ben lontana dal 62% del triennio 2000-02.

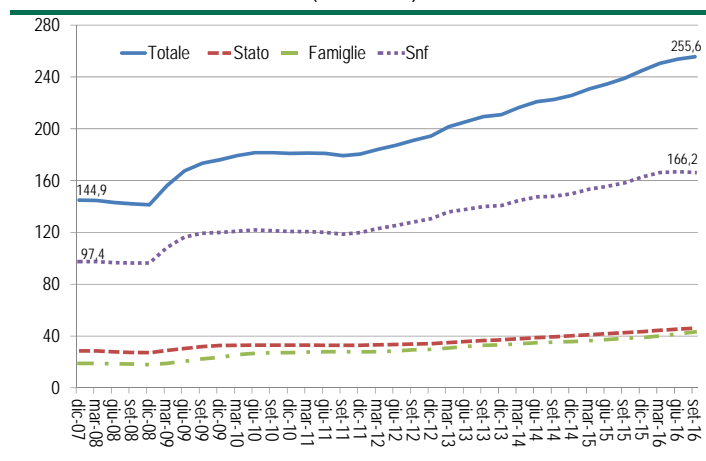
Ad alimentare il recente sviluppo dei consumi è il forte incremento del reddito disponibile pro-capite cresciuto complessivamente di quasi il 37% nel quadriennio 2012-16; l'aggiornamento al primo trimestre di quest'anno conferma questo ritmo di incremento (+7% a/a in termini reali, +8,5% a/a in termini nominali). Altrettanto intensa la crescita delle vendite al dettaglio (+10% a/a nei primi tre mesi del 2017), con un incremento del 32% a/a di quelle online. Le vendite in questa modalità costituiscono già il 12% del totale, una quota superiore a quella mediamente stimata per l'Europa (9%). Tra i molti consumi in forte crescita un'attenzione particolare merita il mercato automobilistico: malgrado i numerosi provvedimenti restrittivi indotti dagli elevati livelli di inquinamento, le nuove immatricolazioni sono passate da 13,8 mln del 2010 a 24,4 mln del 2016, un quarto del corrispondente dato globale.

Sovraindebitamento e crescita degli attivi bancari

Se è doveroso riconoscere che la Cina sta gestendo processi di trasformazione di indubbia rilevanza, è d'altra parte evidente che nello scenario attuale non mancano evidenti criticità la cui valutazione non può prescindere da due considerazioni. La prima è che si tratta di problemi di grande dimensione e che quindi richiedono tempi medio-lunghi per poter essere significativamente ridotti. La seconda è che questi squilibri sono stati in larga misura funzionali all'intenso processo di crescita realizzato nel recente passato. Comprensibilmente, quindi, si cerca di individuare interventi di correzione che non compromettano la tenuta economica (e quindi politica) del Paese.

Cina: dinamica dell'indebitamento

(% del Pil)



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali

Ad una di queste criticità si è già brevemente accennato (evidente sovraccapacità produttiva che affligge numerosi settori dell'industria di base). Un altro ambito

problematico di rilievo analogo (o forse anche maggiore) è quello della complessiva fragilità del circuito finanziario nazionale. A partire dal 2008 è stata immessa nel sistema abbondante liquidità monetaria con l'obiettivo di sostenere la domanda globale. Ancor più del passato, l'indebitamento è così diventato un ingrediente essenziale dello sviluppo del Paese. Secondo la Bri, l'ammontare nominale del debito accumulato congiuntamente da settore pubblico, famiglie e imprese risulta in poco meno di nove anni (da inizio 2008 a fine settembre 2016, ultimo disponibile) moltiplicato per oltre cinque volte, arrivando a sfiorare i \$28 trn. In rapporto al Pil l'esposizione complessiva di questi tre settori è passata dal 145 al 256%, con una crescita quindi di 110 punti percentuali. Il comparto delle famiglie è quello con l'incremento più rapido, muovendo però da un dato molto contenuto (ora al 43% del Pil, 1,3 volte il dato di inizio 2008); per il settore statale la crescita è stata pari a 18 punti di Pil mentre sfiora i 70 pp per le imprese non finanziarie. Rispetto all'eurozona, si rileva in Cina un minore indebitamento del settore pubblico (46% rispetto al 90% del Pil) e delle famiglie (43% vs 59%) mentre ben più fragile è la posizione finanziaria delle imprese (166% vs 104%).

Il sistema finanziario cinese è fortemente bancocentrico. Gran parte dell'esposizione debitoria di famiglie e imprese ha quindi come controparte gli istituti di credito. Il mercato dei titoli di debito ha un ruolo ancora limitato e risulta per adesso complessivamente trascurato dagli investitori esteri (appena 1,3% la loro quota a fine 2016). Secondo dati della banca centrale, le banche sono la fonte del 72% dei finanziamenti concessi a imprese e famiglie, con un ulteriore 16% riconducibile ad istituzioni del cosiddetto *shadow banking system*. L'elevato ammontare dei prestiti bancari alle istituzioni finanziarie non-bancarie (Rmb 26,5 trn nel 2017) evidenzia quanto ampio possa essere il legame tra *shadow banking* e circuito "ufficiale".

L'aumento dell'indebitamento di famiglie e imprese è stato il primo fattore di crescita del sistema bancario cinese, divenuto sotto il profilo dimensionale il più importante del mondo: alla fine del 2016 le sue attività si attestavano a \$33 trn, rispetto ai \$31 trn di quello dell'area euro, ai \$16 trn di quello statunitense e ai \$7 trn di quello giapponese. Il totale degli attivi bancari cinesi è 3,1 volte la dimensione economica del Paese rispetto alle 2,8 volte stimate per l'eurozona. Nella graduatoria mondiale per totale attivo, i gruppi cinesi occupano le prime tre posizioni e quattro delle prime cinque.

Questo enorme circuito bancario continua crescere a grande velocità. Nel trimestre conclusivo del 2016 (ultimo disponibile) le attività bancarie sono cresciute del 15,8% a/a. Se le banche maggiori, che pesano poco più di un terzo del totale, crescono del 10,8% (quindi poco al di sopra della crescita economica nominale), il resto del sistema procede ad un ritmo ben superiore (appena inferiore al 19%), una diversità di andamenti che si propone da tempo. Questa precisazione è molto importante considerata la maggiore fragilità delle istituzioni creditizie minori, i loro più stretti rapporti con la parte meno controllata del circuito finanziario (*shadow banking*), la conseguente maggiore difficoltà ad esercitare un efficace monitoraggio.

Facendo riferimento alle statistiche ufficiali, il sovraindebitamento delle imprese e l'intensa velocità di crescita dell'offerta di finanziamenti non sembrano determinare ricadute negative: alla fine dello scorso anno i prestiti irregolari² rappresentavano appena l'1,74% del portafoglio prestiti. Secondo un ampio numero di osservatori, tuttavia, i prestiti problematici sono ben di più, tra il 10 e il 20% del portafoglio. A

² Nelle statistiche cinesi i prestiti sono distribuiti in cinque classi in funzione del loro livello di rischio. Le prime due (standard e special mention) definiscono l'area dei prestiti regolari (nel caso di quelli special mention i pagamenti sono ancora regolari ma si intravede un indebolimento della capacità di rimborso). Nel caso delle altre tre classi (substandard, doubtful, loss) il rischio di inadempienza è già un dato di fatto.

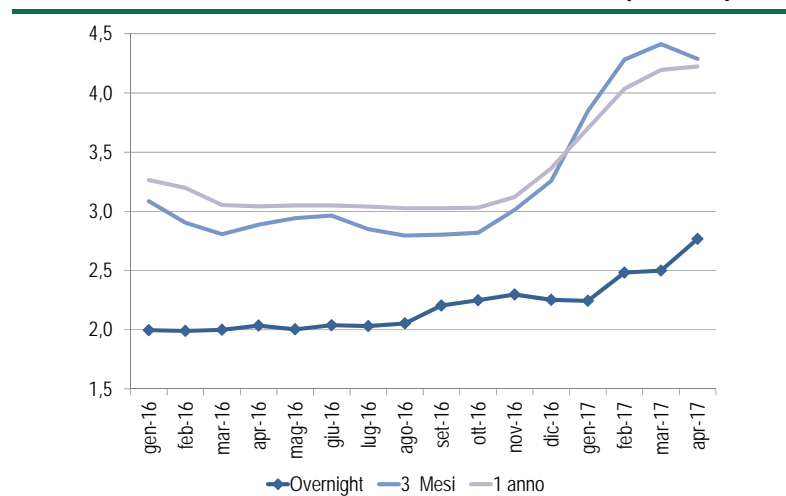
determinare una così ampia differenza sarebbe da un lato la gestione dei finanziamenti in modo da evitare il palese insorgere di inadempienze (*evergreening*), dall'altro lato il ritenere da parte delle banche (ancora largamente pubbliche) le imprese statali non esposte ad un effettivo rischio di fallimento.

Qualità del portafoglio prestiti

Consapevoli che un problema di qualità del portafoglio prestiti esiste le autorità hanno adottato specifici provvedimenti in materia: negli ultimi tre anni è stata favorita la costituzione di 35 AMC (Asset Management Companies, *bad banks*); sono state autorizzate le prime operazioni di *debt-for-equity swap*; è stata resa più rigorosa la sistemazione delle situazioni di bancarotta, accrescendo il numero delle imprese poste in liquidazione; etc.

Questi provvedimenti possono scalfire il problema ma non sembrano esserne la soluzione. Il ridimensionamento del problema necessariamente passa attraverso un raffreddamento della crescita dei prestiti, obiettivo che le autorità stanno in effetti perseguendo favorendo un aumento dei tassi a breve: tra inizio 2016 e fine aprile 2017 il tasso interbancario (Shibor, Shanghai Interbank Offered Rate) overnight è aumentato di 0,8 pp (a 2,8%), quello a tre mesi di 1,2 pp (a 4,3%), quello ad un anno di 1 pp (a 4,2%). Con questo incremento dei tassi a breve s'intende attenuare il legame tra finanziamenti bancari e le operazioni di speculazione finanziaria.

Cina: andamento dei tassi interbancari (Shibor)



Fonte: <http://www.shibor.org/shibor/>

Come in tutte le situazioni sovraindebitamento, un passaggio importante per consolidare la situazione è quello di allontanare i rischi di deflazione, anche perché una crescita dei prezzi aiuta a sostenere i ricavi delle imprese finanziate. Sotto questo profilo le indicazioni più recenti non sono completamente positive: dopo essersi posizionato nella seconda metà del 2016 in prossimità del 2%, a partire da febbraio l'incremento dei prezzi ha registrato un nuovo indebolimento scendendo all'1% nei tre mesi terminanti ad aprile.

Le profonde trasformazioni realizzate in questi anni, se da un lato lasciano intravedere nuovi percorsi di sviluppo, dall'altro lato hanno compromesso la sopravvivenza di numerose imprese e quindi la loro capacità di far fronte agli impegni finanziari assunti.

In un documento governativo dello scorso anno venivano individuate oltre 2.000 imprese statali “zombie”, una prima, timida ammissione del problema. In un contesto in cui le dinamiche di mercato hanno ancora uno spazio limitato e, viceversa, la gestione pubblica uno spazio dominante è difficile pensare che lo Stato non debba farsi carico in qualche forma di una parte rilevante della soluzione del problema.

Aspetti di vulnerabilità nel passivo bancario

Fonte di preoccupazione per la tenuta del sistema bancario sono anche alcune recenti dinamiche sul versante delle passività. Secondo l'ultimo rapporto disponibile della China Banking Regulatory Commission alla fine del 2015 il rapporto prestiti/depositi si attestava ad appena il 67%; stime della stampa economica internazionale lo posizionano molto più in alto (115-120%), un livello comunque simile a quello medio delle più importanti istituzioni bancarie europee (cfr. Eba, Risk Dashboard). La crescita del rapporto prestiti/depositi in Cina non sembra estranea a due non rassicuranti dinamiche già segnalate, e cioè crescita molto intensa dei prestiti e il più forte dinamismo delle istituzioni bancarie minori. Le banche maggiori, infatti, immettono nel circuito interbancario l'eccesso di raccolta realizzato dalla loro rete, consentendo al resto del sistema di concedere prestiti in misura ben più ampia della loro base di depositi. In tutto il mondo l'esperienza del 2008-2009 ha fornito numerosi esempi di quanta fragilità possa determinarsi quando il circuito interbancario diventa fattore di rilievo nel finanziamento dell'attività di prestito. La normativa di Basilea 3, che la Cina sta procedendo a recepire, prevede specifiche disposizioni per contenere questo rischio ma la verifica dei requisiti in tema di liquidità è prevista per una parte a partire da inizio 2018 (LCR, Liquidity Coverage Ratio, equilibrio a breve termine) e molto più avanti per l'altra parte (NSFR, Net Stable Funding Ratio, equilibrio impieghi/raccolta oltre un anno).

Sul fronte della raccolta del risparmio altro fenomeno in attesa di più rigorosa disciplina è quello dei *wealth management products*, la cui consistenza ad una data recente viene indicata in circa \$4.200 mld, il 40% del PIL. Si tratta di titoli emessi da banche (10% circa del totale) oppure in cooperazione da banche e istituzioni non bancarie oppure più spesso (oltre la metà del fenomeno) solo da istituzioni finanziarie non bancarie. Più della metà di questi titoli ha una scadenza entro i tre mesi e meno di un quinto supera i sei mesi; il rendimento (in genere fisso) è significativamente superiore a quello offerto sui depositi bancari, circostanza che ha alimentato un largo successo tra i risparmiatori *retail*. I fondi così raccolti sono impiegati o per finanziare imprese (spesso operanti in settori soggetti a restrizioni) o per sottoscrivere titoli di debito. Nel caso di titoli emessi da banche la loro esistenza è riferita in bilancio e i loro sottoscrittori garantiti alla pari dei depositi. Nella maggior parte degli altri casi l'investimento non beneficia di alcuna protezione (il sistema di garanzia dei depositi è entrato in funzione a inizio 2015 e garantisce una copertura del depositante fino ad un massimo di 500mila renminbi, poco meno di \$73mila al cambio attuale). La considerevole dimensione raggiunta da questo circuito, fenomeno di primaria importanza nello sviluppo dello *shadow banking system* della Cina, costituisce una causa di potenziale rischio sistemico: il mancato rinnovo o l'improvvisa richiesta di rimborso di una quota importante di questi titoli destabilizzerebbe molte istituzioni non bancarie, con inevitabili conseguenze per lo stesso circuito bancario.

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