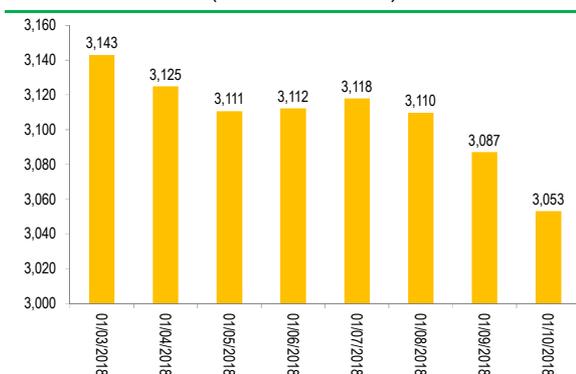


Andamento delle riserve internazionali cinesi
(Triloni di \$ USA)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Thomson Reuters Eikon

Andamento cambio yuan su dollaro USA



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Thomson Reuters Eikon

Il 2018 è per la Cina il quarantesimo anniversario dell'avvio della cosiddetta "trasformazione", un processo di apertura e riforme che ha cambiato in modo sostanziale la struttura e il funzionamento dell'economia del paese. In soli quattro decenni uno dei paesi più poveri al mondo è divenuto il secondo più ricco in termini di Pil nominale e ha ridotto drasticamente il numero di persone povere, da 765 milioni a 27 milioni.

I numerosi successi realizzati dal paese nel corso degli ultimi 40 anni sono ora messi alla prova da un rallentamento dell'economia sempre più evidente. Nel III trimestre di quest'anno il Pil è cresciuto del 6,5% a/a il valore più basso dall'inizio del 2009. Nonostante il dato sia in linea con le previsioni, esso ha portato il Governo ad adottare una serie di misure sia fiscali sia monetarie. Tra le prime, nuove iniziative per combattere l'evasione fiscale e una riduzione delle tasse sui redditi personali che dovrebbe stimolare i consumi. **La Banca centrale cinese** nelle ultime settimane ha inoltre ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria e fornito liquidità per stimolare il credito, in rallentamento da alcuni mesi. Si tratta però nel complesso di interventi decisamente meno imponenti rispetto a quelli adottati in occasione del rallentamento del 2015 e prima ancora del 2008.

Sulle sorti dell'economia cinese **continuano a pesare quelle del settore immobiliare**, non solo per il peso che esso ha sull'economia, ma anche per le condizioni finanziarie delle imprese di costruzione. Nel corso del 2019 arriverà a scadenza un ammontare consistente di titoli emessi dai costruttori.

n. 40 23 novembre 2018



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Quaranta anni dalla “trasformazione”: successi e problemi del gigante cinese

S. Costagli ✉ simona.costagli@bnlmail.com

Il 2018 è per la Cina il quarantesimo anniversario dell'avvio della cosiddetta “trasformazione” un processo di apertura e riforme che ha cambiato in modo sostanziale la struttura e il funzionamento dell'economia del paese. In soli quattro decenni uno dei paesi più poveri al mondo è divenuto il secondo più ricco in termini di Pil nominale e ha ridotto drasticamente il numero di persone povere, passate da 765 milioni a 27 milioni nel 2017.

Dopo anni di crescita sostenuta la Cina è però ancora oggi tra i paesi con la distribuzione più diseguale del reddito, che il recente rallentamento congiunturale non aiuta a eliminare. Il rapporto tra redditi urbani e rurali, dopo essere sceso per oltre trenta anni, dal 2012 è rimasto pressoché costante; mentre il reddito disponibile mediano, che per molti anni era cresciuto più di quello medio, nel 2017 ha invertito la tendenza. Un aspetto interessante della crescente disuguaglianza in Cina è l'aumento del numero dei ricchi: secondo un'indagine recente i nuovi imprenditori cinesi in possesso di una ricchezza superiore al miliardo di \$ nel 2017 sono risultati 89, contro i 30 statunitensi.

I numerosi successi realizzati dal paese nel corso degli ultimi 40 anni sono ora messi alla prova da un rallentamento dell'economia sempre più evidente. Nel III trimestre di quest'anno il Pil è cresciuto su base annua del 6,5% il valore più basso dall'inizio del 2009. Nonostante il dato sia in linea con le previsioni del Governo, esso ha accresciuto i timori su un possibile ulteriore rallentamento per il 2019, soprattutto perché si accompagna a risultati deludenti nella produzione industriale e nelle vendite di abitazioni e al dettaglio, e al cattivo andamento della Borsa.

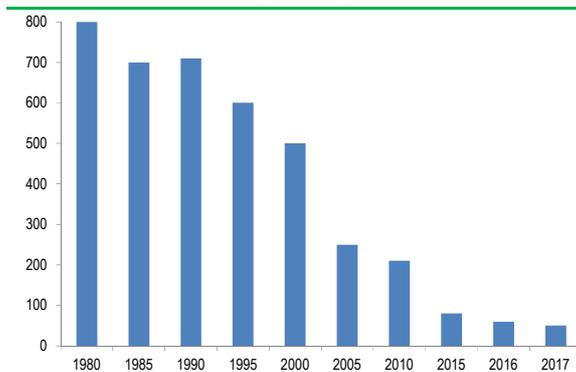
Il rallentamento dell'economia ha portato il Governo cinese ad adottare una serie di misure sia fiscali sia monetarie. Tra le prime, nuove iniziative per combattere l'evasione fiscale e una riduzione delle tasse sui redditi personali che entrerà in vigore a gennaio 2019 e che dovrebbe stimolare i consumi, soprattutto da parte della fascia più benestante della popolazione. La Banca centrale cinese nelle ultime settimane ha inoltre ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria e fornito liquidità per stimolare il credito, in rallentamento da alcuni mesi. Si tratta però nel complesso di interventi decisamente meno imponenti rispetto a quelli adottati in occasione del rallentamento del 2015 e prima ancora del 2008.

Sulle sorti dell'economia cinese continuano a pesare quelle del settore immobiliare, non solo per il peso che esso ha sull'economia, ma anche per le condizioni finanziarie delle imprese di costruzione. Nel corso del 2019 arriverà a scadenza un ammontare consistente di titoli emessi dai costruttori, secondo alcune stime si tratterebbe di oltre 10 miliardi di dollari di titoli emessi sui mercati esteri e 55 su quello interno. Alcuni dati sembrano indicare che molte imprese faticano a sostituire i titoli in scadenza.

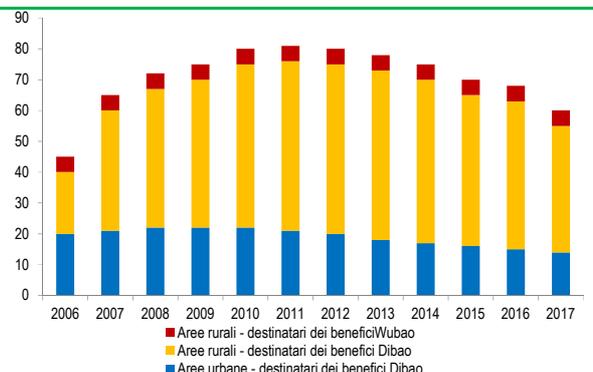
Il 2018 è naturalmente ricordato come l'anno del decennale del fallimento di Lehman Brothers, episodio che ha dato ufficialmente il via alla crisi economica mondiale più lunga e profonda dalla fine del secondo dopoguerra; ma è anche l'anno del quarantesimo anniversario dell'avvio della trasformazione cinese e della politica di apertura del paese che ha cambiato la struttura e il funzionamento dell'economia

cinese (e mondiale) in modo sostanziale. In soli quattro decenni uno dei paesi più poveri al mondo è divenuto il secondo più ricco in termini di Pil nominale (in dollari correnti), e il principale in termini di contributo alla crescita (circa due terzi dell'incremento mondiale). La trasformazione ha permesso alla Cina di entrare nel gruppo dei paesi a reddito medio-alto e favorito una drastica riduzione del numero di persone povere, passate da 765 milioni (l'equivalente delle popolazioni di Unione europea e Brasile insieme) a 27 milioni nel 2017, circa 20 milioni in meno l'anno, pari ai due terzi della riduzione della povertà mondiale registrata nel periodo. Insieme alla crescita economica, soprattutto negli ultimi dieci anni, nella riduzione della povertà ha giocato un ruolo importante il sostegno attivo di alcuni programmi di assistenza sociale (Dibao e Wubao)¹ che hanno fornito un supporto diretto e indiretto al reddito e i cui destinatari sono via via diminuiti con il miglioramento delle condizioni economiche medie.

Popolazione in condizione di povertà in Cina
(Milioni)



Cina: popolazione destinataria di misure a sostegno al reddito
(Milioni)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su National Bureau of Statistics of China

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su FMI

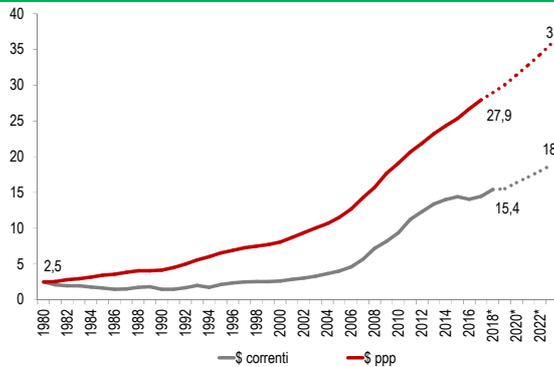
La crescita del Pil pro-capite cinese è stata straordinaria: nel 1980,² in dollari correnti, esso era di poco inferiore al 2,5% di quello statunitense (un valore simile a quello, tra gli altri, di Bangladesh, Bhutan, Colombia, Haiti, India, Mali e Rwanda). Nel 2018, nonostante il rallentamento degli ultimi anni, esso è arrivato al 15,4% del Pil pro capite USA, e per il 2023 dovrebbe salire al 19% circa. In termini di dollari espressi in parità di potere d'acquisto, la progressione è stata ancora più veloce: dal 2,5% del Pil pro capite USA del 1980 si è arrivati al 29% del 2018, con la prospettiva di toccare il 36% entro i prossimi cinque anni. La vastità e la complessità del territorio cinese hanno reso lo sviluppo del paese molto eterogeneo: la somma del Pil delle sole province a reddito medio-alto è oggi pari a quattro volte il Pil indiano, mentre nel ristretto gruppo di quelle a reddito alto (sostanzialmente le due province intorno a Shanghai e quella di Tianjin, più a nord, lungo la costa orientale) il Pil è leggermente superiore a quello del Regno Unito (quarto paese avanzato per valore del Pil nominale).

¹ I due programmi prevedono un supporto monetario alle persone con un reddito inferiore a quello minimo necessario a garantire la sopravvivenza, ad anziani, persone disabili e bambini fornendo loro assistenza medica, spese funerarie e 9 anni di scolarizzazione obbligatoria se il destinatario ha meno di 16 anni.

² Primo anno per cui si hanno dati ufficiali di fonte Fondo Monetario Internazionale.

Rapporto tra Pil pro capite cinese e Pil pro capite USA

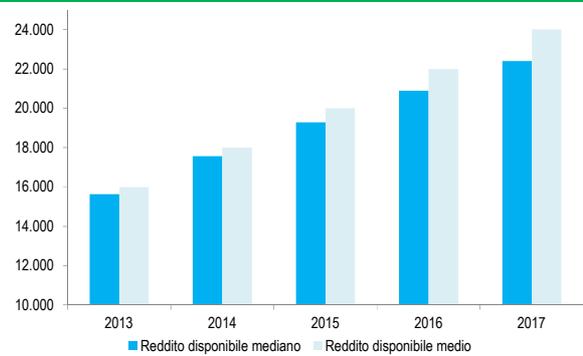
(%)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su FMI

Andamento del reddito disponibile medio e mediano in Cina

(Yuan)

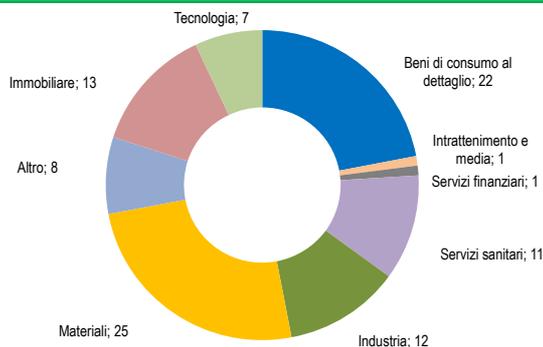


Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su CEIC, FMI

Da alcuni anni, il motore cinese della crescita ha perso parte della forza propulsiva che ha permesso l'enorme progresso sociale del paese. Secondo il Fondo Monetario Internazionale l'indice di Gini, che misura la disuguaglianza nella distribuzione dei redditi, nel 2017 è arrivato intorno allo 0,40, una soglia che la Banca Mondiale definisce di "disuguaglianza elevata". Il rapporto tra redditi urbani e rurali, dopo essere sceso fino al 2012 è rimasto pressoché costante, mentre il reddito disponibile mediano, che per molti anni era cresciuto più di quello medio, nel 2017 ha invertito la tendenza. Nello stesso anno, la quota di redditi da lavoro su Pil ha mostrato una flessione dopo diversi anni di crescita. La disuguaglianza cresce anche a livello geografico, sempre nel 2017 la crescita del Pil pro capite è risultata minore della media in alcune regioni in cui era già più bassa: Liaoning, Jiling e Heilongjiang nel Nord est del paese e Qinghai, Gansu e Ningxia nel Nord ovest, mentre ha superato di gran lunga la crescita media in quelle già più ricche lungo costa orientale.

I nuovi imprenditori miliardari per settore in Cina

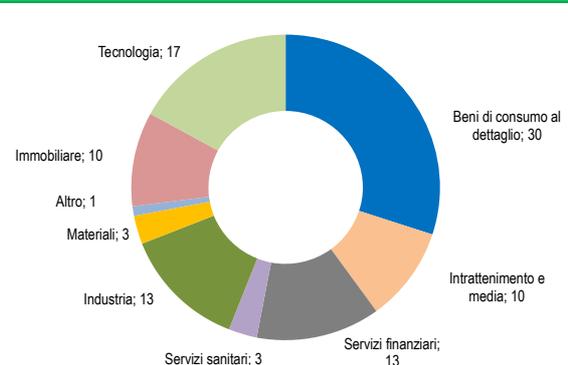
(%)



Fonte: UBS

I nuovi imprenditori miliardari per settore negli Stati Uniti

(%)



Fonte: UBS

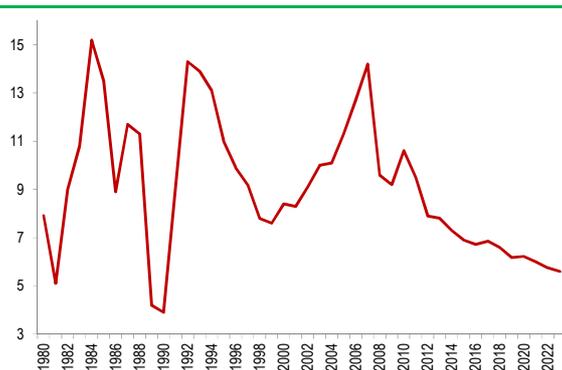
Un aspetto interessante della crescente disuguaglianza nella distribuzione del reddito in Cina è l'aumento del numero dei ricchi: secondo un'indagine recente,³ gli imprenditori cinesi in possesso di una ricchezza che supera il miliardo di \$ nel 2017 erano 373 (da 16 nel 2006), pari a un quinto dei 2.158 miliardari al mondo che nel complesso posseggono beni e attività per un valore pari a 8,9 trilioni di dollari. I nuovi imprenditori miliardari cinesi sono risultati 89, pari a tre volte gli statunitensi (30) e nel 17% dei casi la loro ricchezza deriva da attività avviate meno di dieci anni prima, contro il 7% degli statunitensi. Peraltro, essi hanno un'età media di 55 anni (contro i 64 degli altri paesi in media). Nel complesso, il valore delle attività dei miliardari cinesi nel 2017 è cresciuto del 39%, a 1,12 trilioni di dollari (pari alla capitalizzazione della Borsa Svizzera), e deriverebbe soprattutto da attività in settori come l'high tech, l'e-commerce, le biotecnologie e l'intelligenza artificiale.

Il rallentamento della congiuntura

I numerosi successi realizzati dalla Cina nel corso degli ultimi 40 anni sono ora messi alla prova da un rallentamento dell'economia che comincia a mostrare segni evidenti. Nel III trimestre di quest'anno il Pil è cresciuto su base annua del 6,5% il valore più basso dall'inizio del 2009. Nonostante il dato sia in linea con le previsioni del Governo, esso ha accresciuto i timori su un possibile ulteriore rallentamento per il 2019, soprattutto perché si accompagna a risultati deludenti della produzione industriale, vendite di abitazioni e al dettaglio e al cattivo andamento della Borsa (l'indice CSI 300, rappresentativo del valore delle principali imprese cinesi quotate, ha perso il 29% circa da inizio anno). Molto negativo è risultato anche l'andamento delle vendite di auto che nel mese di ottobre hanno registrato una flessione dell'11,7% su base annua, la più severa negli ultimi sei anni. Il 2018 sarà quasi sicuramente il primo anno, dall'inizio degli anni Novanta, a registrare una variazione negativa delle vendite. Il dato rileva soprattutto perché la Cina è il primo mercato di auto al mondo: nel 2017 sono state vendute nel paese 29 milioni di automobili nuove contro i 19 milioni negli Stati Uniti.

Andamento del Pil reale cinese

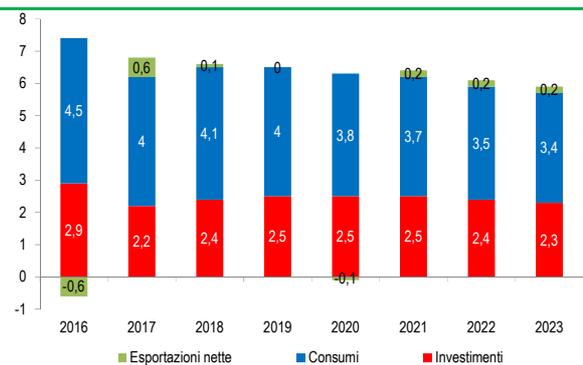
(var % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su FMI

Contributo alla crescita reale del Pil cinese

(%)



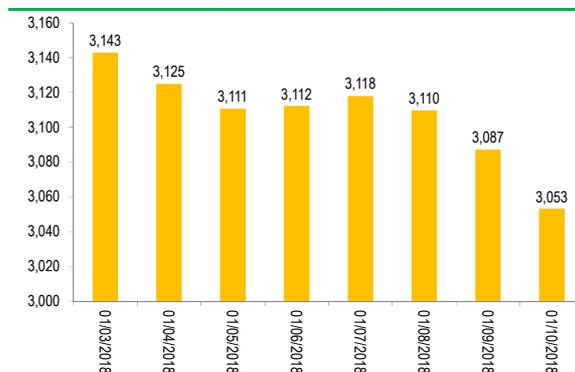
Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su FMI

³ Si veda UBS, *Billionaires report 2018*.

Nel corso degli ultimi anni il Governo cinese, che peraltro fisserà il target di crescita del Pil per il 2019 entro il prossimo mese, ha cercato di porre meno enfasi sul tema della crescita a favore di altri obiettivi di sviluppo, come quello di mantenere il tasso di disoccupazione urbano al 5,5% creando 11 milioni di nuovi posti di lavoro. Tali obiettivi risulterebbero però impossibili da raggiungere con una crescita inferiore al 6%, che appare sempre più difficile da raggiungere nel 2019, soprattutto tenendo in considerazione un ulteriore possibile peggioramento delle relazioni commerciali con gli Stati Uniti. L'amministrazione americana ha finora imposto tariffe del 25% su 250 miliardi di \$ di importazioni dalla Cina e del 10% su ulteriori 200 miliardi, che potrebbero essere alzate a 25% entro l'inizio del 2019. Tali misure non hanno avuto al momento un impatto rilevante sull'export cinese. A ottobre le vendite cinesi di beni all'estero valutate in dollari sono aumentate del 15,6% su base annua, mentre le importazioni del 21,4%. In particolare, l'export cinese verso gli Stati Uniti (circa un quinto del totale) è aumentato su base annua del 13,2%. Secondo molti commentatori la crescita sarebbe in gran parte dovuta al tentativo da parte degli acquirenti americani di anticipare al 2018 alcuni acquisti dal paese asiatico prima che da gennaio 2019 entrino in vigore le nuove tariffe. Un ruolo importante è tuttavia giocato anche dalla debolezza della valuta cinese, che ha in parte eroso il rincaro tariffario. Tra gennaio e la prima parte di novembre 2018 la valuta cinese si è deprezzata del 6% circa nei confronti del dollaro e del 3% nei confronti di un paniere di valute dei principali partner commerciali, nonostante la Banca centrale sia intervenuta più volte, soprattutto nell'ultimo mese, per evitare un ulteriore deprezzamento. Tra la metà di settembre e la metà di ottobre, le riserve internazionali sono infatti scese da 3,087 a 3,053 trilioni di dollari, indicando una manovra leggermente superiore ai 32 miliardi di dollari a protezione della valuta nazionale. Nonostante si tratti dell'intervento più consistente da gennaio 2017, esso risulta tuttavia moderato rispetto a occasioni passate, alimentando l'idea che le autorità di Pechino siano propense a tollerare un moderato deprezzamento, e portando quelle statunitensi a parlare di svalutazione competitiva dello yuan. Peraltro, il valore della moneta cinese è da tempo soggetto a pressione dovuta alla graduale riduzione del surplus di parte corrente che nel corso degli anni si è andato assottigliando e che nei primi nove mesi dell'anno è risultato negativo per 13 miliardi di dollari, cosa che con ogni probabilità farà del 2018 il primo anno di deficit di parte corrente cinese dal 1993.

Andamento delle riserve internazionali cinesi

(Trilioni di \$ USA)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Thomson Reuters Eikon

Andamento cambio yuan su dollaro USA



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Thomson Reuters Eikon

Le crescenti difficoltà dell'economia cinese sono fonte di preoccupazione anche per gli altri paesi emergenti, in particolare quelli asiatici e dell'America Latina. Secondo alcune stime recenti ogni punto percentuale di flessione nel Pil cinese produce una riduzione media di 0,7 punti percentuali nella crescita degli emergenti e arriva a 1,2 punti percentuali nei paesi latinoamericani esportatori di materie prime.

Sebbene, come si è accennato, la crescita cinese è in linea con le previsioni, il rallentamento del Pil ha portato il Governo ad adottare una serie di misure sia fiscali sia monetarie. Tra le prime, nuove iniziative per combattere l'evasione fiscale, e una riduzione delle tasse sui redditi personali che entrerà in vigore a gennaio 2019 e che dovrebbe stimolare i consumi, soprattutto da parte della fascia più benestante della popolazione. La misura non dovrebbe peraltro comportare una sostanziale riduzione delle entrate fiscali, che nel paese dipendono soprattutto dall'imposta sul valore aggiunto. Nel corso del 2018 i ricavi da imposte sui redditi personali sono arrivati all'equivalente di 180 miliardi di dollari, pari a non più dell'8% delle entrate fiscali totali (negli Stati Uniti queste pesano per metà delle entrate fiscali). La Banca centrale cinese nelle ultime settimane ha inoltre ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria e fornito liquidità per favorire il credito, in rallentamento da alcuni mesi. Si tratta però nel complesso di interventi decisamente meno imponenti rispetto a quelli adottati in occasione del rallentamento del 2015 e prima ancora del 2008, quando venne messo in piedi un pacchetto di stimoli pari a 4 trilioni di yuan (578 miliardi di dollari).

Il nodo dell'immobiliare

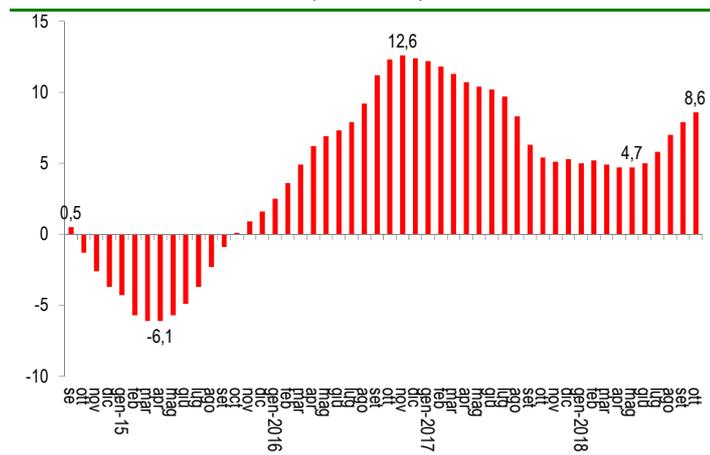
Sulle sorti dell'economia cinese continuano a pesare quelle del settore immobiliare, non solo per il peso che il comparto ha sull'economia, ma anche per le condizioni finanziarie delle imprese di costruzione. Nel corso del 2019 arriverà a scadenza un ammontare consistente di titoli emessi dai costruttori, secondo alcune stime si tratterebbe di oltre 10 miliardi di dollari di titoli emessi sui mercati esteri e 55 interni, che mettono alla prova la solidità del comparto. Nei mesi scorsi le imprese di costruzione hanno avuto difficoltà ad emettere nuovi titoli di debito per rifinanziare quelli in scadenza, e l'immediata conseguenza è stato un rallentamento degli investimenti immobiliari che è divenuto evidente soprattutto nel mese di settembre.

La privatizzazione del mercato residenziale in Cina all'inizio degli anni Novanta ha rappresentato una delle riforme di maggiore successo, e ha portato il paese in cima alla graduatoria mondiale per quota della popolazione proprietaria dell'abitazione di residenza: circa il 90% in media, contro valori che superano di poco il 60% nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Il comparto immobiliare in Cina rappresenta il 10% circa del Pil; se a questo si somma il valore aggiunto dei settori dell'indotto (come la produzione di mobili, di cemento, di vetro) si arriva a valori compresi tra il 15 e il 20% del prodotto lordo (da circa il 4% nel 1997). A livello locale, gran parte delle entrate fiscali dipende dal settore immobiliare: nel 2017 i ricavi derivanti dalla vendita di terreni e le tasse sulle compravendite hanno rappresentato il 46% circa delle loro entrate fiscali. Le abitazioni, inoltre, rappresentano oggi il 65-70% della ricchezza delle famiglie nelle aree urbane, e la casa viene percepita come l'investimento più sicuro, considerati i controlli ancora rigidi sui movimenti di capitale e la volatilità della Borsa. Fattori sociali e demografici hanno inoltre contribuito ad accrescere la domanda di abitazioni: gli anni di adozione della politica del figlio unico hanno creato nel paese un forte squilibrio tra i sessi, con una netta prevalenza di maschi per i quali il possesso di un'abitazione è spesso uno strumento importante per favorire i matrimoni. Le famiglie impiegano per questo una larga parte dei loro risparmi per acquistare una abitazione ai loro figli; il risultato è che

circa il 70% dei cinesi “millennials” (con età compresa tra i 19 e i 36 anni) possiede un’abitazione, contro il 35% degli statunitensi nella stessa fascia di età. Il possesso dell’abitazione in alcune città è inoltre prerequisito essenziale per l’accesso alle scuole.

Cina: andamento dei prezzi delle abitazioni nelle principali 70 città

(var % a/a)



servizi come la sanità ma soprattutto la scuola (*hukou*). I loro sforzi non hanno però finora portato a risultati concreti: in teoria anche chi non è in possesso dell'*hukou* ha diritto a iscrivere i propri figli a scuola, ma questi vengono inseriti nelle liste di attesa, e di fatto non riescono quasi mai a ottenere l'accesso. Il fenomeno ha conseguenze più serie di quanto appaia a prima vista, perché contribuisce ad ampliare il divario nei livelli di istruzione tra residenti e non (in gran parte figli dei lavoratori immigrati dalle zone rurali) e quindi nella loro futura capacità di accedere a posizioni più o meno qualificate nel mondo del lavoro, contribuendo ad ampliare la già crescente disuguaglianza nelle condizioni di vita osservabile nel paese.

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

