



5. QUO VADIS CINA?

Rony Hamaui, Marco Lossani ♦

- *Per quasi quattro decenni la Cina è stata la locomotiva dell'economia mondiale con tassi di crescita per molti anni a due cifre e una partecipazione al commercio internazionale contrassegnata da uno straordinario sviluppo.*
- *Oggi lo scenario sembra essere cambiato sia nel breve che soprattutto nel medio-lungo periodo. La difficile uscita dalle restrizioni sul Covid-19, assieme alle difficoltà del settore immobiliare e al protezionismo commerciale attuato dai paesi occidentali hanno portato a un significativo rallentamento che sembra ormai avere una connotazione permanente*
- *Secondo alcuni la Cina sarebbe affetta da un caso di "long-COVID economico" e presenterebbe preoccupanti analogie con il Giappone della fine degli anni '80. In effetti, molti ingredienti della crisi che aveva allora investito il paese del Sol Levante sono oggi presenti in Cina. Un andamento demografico negativo, un elevato debito, una bolla (immobiliare) scoppiata e un livello dei prezzi in calo.*
- *Il capitolo passa in rassegna gli effetti e la eventuale reversibilità dei fattori che stanno indebolendo la crescita della Cina e provocando un deterioramento dei rapporti con i paesi occidentali.*
- *La conclusione raggiunta è che non ci sia nulla di ineluttabile. Molto dipenderà dalla evoluzione del regime politico cinese e dalle riforme – non solo economiche ma anche politiche - che questo sarà disposto a perseguire.*
- *Il maggior nemico della Cina di oggi è infatti rappresentato dalla cristallizzazione del suo attuale sistema politico. Dopo l'avvento di Xi Jinping si è assistito a una nuova concentrazione del potere nelle mani di una ristretta elite, esercitato con l'obiettivo di assumere un controllo sempre più stringente su ampia parte della società cinese, a scapito della iniziativa privata.*

Introduzione

Per quasi quattro decenni la Cina è stata la locomotiva dell'economia mondiale con tassi di crescita per molti anni a due cifre e una partecipazione al commercio internazionale contrassegnata da uno straordinario sviluppo. Fra il 1981 ed il 2019 il prodotto interno lordo cinese è cresciuto mediamente del 9,5%, mentre la quota delle esportazioni del "paese di mezzo" sul

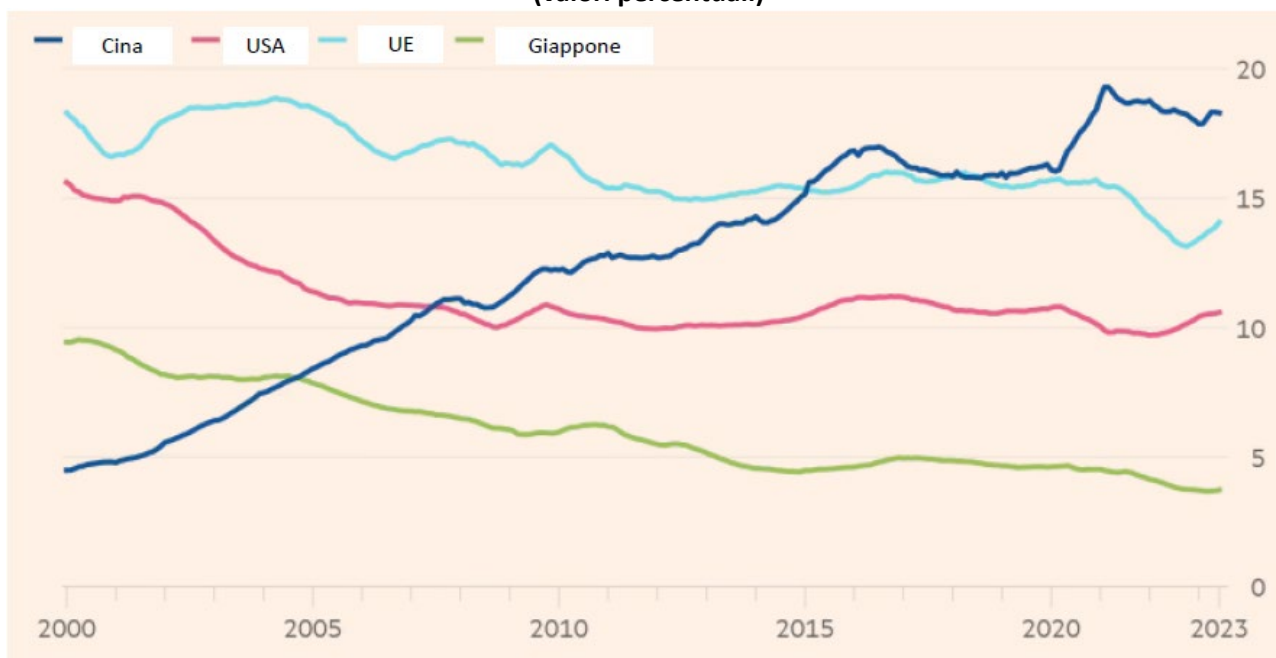
commercio mondiale è arrivata a superare il 19%, facendo diventare la Cina il primo esportatore nel mondo (FIG. 1). Anche durante le crisi che si sono succedute – da quella asiatica nel 1997-98 a quella finanziaria del 2007-08, fino alla crisi pandemica del 2020-21 – l'economia cinese ha sempre reagito meglio di altri paesi (sia avanzati che in via di sviluppo) mostrando una resilienza fuori dal comune.

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore

Oggi, tuttavia, lo scenario sembra essere cambiato sia nel breve che soprattutto nel medio-lungo periodo. La difficile uscita dalle restrizioni sul Covid-19, assieme alle difficoltà del settore immobiliare e al protezionismo commerciale attuato dai paesi occidentali hanno portato a un significativo rallentamento. Secondo le stime del

FMI, quest'anno il Pil della Repubblica Popolare Cinese dovrebbe crescere del 5% e nel 2024 del 4,2%, molto meno di quanto osservato negli scorsi anni, anche se ancora molto di più di quanto stimato per la maggior parte dei paesi Occidentali.

FIG. 1 - Quota delle esportazioni mondiali, 2000-2023
(valori percentuali)



Le maggiori preoccupazioni di molti analisti si concentrano su una serie di debolezze strutturali che potrebbero mettere un'importante ipoteca allo sviluppo della Cina nei prossimi decenni. Il paese sembra aver superato la "trappola del reddito medio"¹ e sta per diventare un paese ricco (identificato in ragione di un reddito pro-capite superiore a 13.845 Dollari USA, secondo la più recente definizione della Banca Mondiale).

Tuttavia, la ricchezza è ancora sotto un certo controllo dell'apparato statale, che ha nuovamente accresciuto il suo potere e la sua pressione sociale, e di un ceto molto ricco, che ha fatto della Cina il più grande mercato mondiale del lusso. I consumi in rapporto al Pil sono rimasti, invece, molto bassi mentre enormi rimangono i surplus della bilancia dei pagamenti. Ancora più preoccupanti sono l'andamento demografico ed il

¹ Il termine è stato coniato dalla Banca mondiale nel 2006 e da allora ha avuto un enorme successo.



conseguente invecchiamento della popolazione; il forte indebitamento delle amministrazioni locali e delle aziende pubbliche e private; i condizionamenti politici imposti allo sviluppo delle aziende tecnologiche; infine le crescenti tensioni con gli USA, l'Europa ed alcuni importanti paesi asiatici.

La "diplomazia del ping-pong" negli anni '70 e l'ammissione della Cina nel WTO nel 2001, che avevano segnato un punto di svolta nei rapporti con l'Occidente, si basavano su due ipotesi. La prima era che la crescita del commercio internazionale e il conseguente sviluppo avrebbero creato un ceto medio con forti legami economici e culturali con l'Occidente. La seconda era che tale classe media avrebbe richiesto una maggiore rappresentanza politica ed esercitato forti pressioni sull'autocratico governo retto dal Partito Comunista Cinese (PCC), che presto o tardi avrebbe condotto ad una transizione democratica. Questa illusione politica ha sostenuto per decenni il rapporto sino-americano.

Oggi il processo di democratizzazione delle strutture cinesi ha conosciuto, con l'abolizione del limite di mandato e la rielezione per la terza volta di Xi Jinping alla presidenza della Repubblica, una forte retromarcia. L'Occidente si è sentito minacciato, non solo politicamente ma anche economicamente e militarmente. L'inasprirsi della questione di Taiwan è andata di pari passo con le crescenti ambizioni geopolitiche cinesi (valga per tutti il progetto "Belt and Road Initiative") e "l'amicizia senza limiti" con la Russia. Così la guerra commerciale con l'Occidente si è rapidamente trasformata in guerra tecnologica e poi in guerra fredda.

Scopo di questo contributo è di valutare la portata, gli effetti e la eventuale reversibilità dei fattori che stanno indebolendo la crescita della Cina e

provocando un deterioramento dei rapporti con i paesi occidentali. La tesi di base, simile a quella recentemente proposta da Martin Wolf (2023c) sulle pagine del Financial Times, è che non ci sia nulla di ineluttabile. Molto dipenderà dalla evoluzione del regime politico cinese e dalle riforme che questo sarà disposto a perseguire.

1. La demografia

È opinione condivisa che la Cina abbia un grosso problema demografico che nei prossimi anni potrebbe ridurre in maniera sostanziale la crescita economica. Un po' meno note sono le conseguenze dell'invecchiamento della popolazione su consumi e investimenti e soprattutto sul processo di democratizzazione del paese. Vale anche la pena analizzare le cause della bassa natalità in modo da poter disegnare una possibile strategia di contrasto al fenomeno.

Nel corso degli anni '80 il governo cinese ha imposto la politica del figlio unico, convinto che l'eccessiva popolazione avrebbe reso insufficienti le terre coltivabili e ostacolato lo sviluppo economico. In quegli anni i cinesi rappresentavano un quarto della popolazione mondiale, avevano un tasso di natalità molto alto (sia per ragioni economiche che religiose²) e possedevano solo il 7% delle terre coltivabili del pianeta. Inoltre, la produttività delle attività agricole era molto bassa mentre l'obiettivo dell'autosufficienza rimaneva centrale nei piani del governo. Le ipotesi demografiche su cui si basava la politica del figlio unico si sono presto rivelate errate. Infatti, il possente sviluppo economico, il processo di urbanizzazione forzato, i crescenti costi delle abitazioni e dell'educazione (che è pubblica ma molto selettiva, e quindi richiede un impegno importante delle famiglie) assieme alla pratica

² Un detto di Confucio recita: "Più bambini significa più felicità, i bambini avuti portano presto la felicità"

dell'aborto selettivo hanno contribuito a far crollare il tasso di natalità. In poco tempo questo raggiunge il livello di 1,2 figli per donna, vicino a quello del Giappone, dell'Italia, e della Corea, tutti paesi molto più ricchi. Bisognerà aspettare il 2013 perché alle famiglie venga concesso di avere due figli e nel 2021 perché il limite passi a tre figli. In conclusione, la politica del figlio unico perseguita troppo a lungo ha drammaticamente rimodellato la demografia del paese, ponendo – secondo l'analisi di Yi Fuxian (2023) – un'importante ipoteca sul futuro economico e politico del paese.

Dal momento che tutti i genitori sperano il meglio per i loro figli, sui bambini si regge un'enorme catena del valore. Incarnando la speranza economica per il futuro, l'aumento della dimensione delle generazioni più giovani sostiene la fiducia dei consumatori e molte forme di investimento. Quando la natalità crolla ne derivano consumi insufficienti, carenza di manodopera e molti altri problemi. I dati di molti paesi mostrano come la quota di popolazione di età compresa tra 0 e 14 anni sia positivamente correlata ai consumi delle famiglie. Non è quindi un caso che la quota dei consumi in Cina sia – a seconda degli anni – compresa tra il 35 e il 40%, del reddito a fronte di una percentuale di bambini pari al 13% della popolazione, contro una quota di consumi nel resto del mondo pari al 60% a fronte di una quota di minori del 25%.

Inoltre, come ricorda Fuxian (2023), i giovani compresi tra i 15 ei 29 anni costituiscono solitamente l'avanguardia dei processi di riforma democratica. Forse non è un caso che a Taiwan e in Corea del Sud, la quota della popolazione giovanile abbia raggiunto il picco del 31% nei primi anni '80, quando l'ondata di entusiasmo per il processo di democratizzazione è sfociato in importanti riforme. Allo stesso modo, quando la percentuale di giovani in Cina ha raggiunto il picco del 31%, c'è stato un massiccio movimento di

protesta contro il regime, spietatamente schiacciato dal governo allora in carica e culminato nella strage di piazza Tiananmen del 1989. In effetti, la finestra della Cina per una transizione democratica è stata di breve durata e probabilmente si è chiusa quindici anni fa, più o meno con l'avvento al potere di Xi Jinping. In futuro non mancheranno proteste mirate, come quelle che hanno accompagnato la fine delle restrizioni sul Covid. Tuttavia, se anche la Cina sperimentasse il tipo di rivolte che ha travolto la Russia negli anni '90, è presumibile che la sua enorme popolazione anziana cercherebbe inevitabilmente la *leadership* di un uomo forte, quale lo stesso Xi, capace di ripristinare l'"ordine sociale e la sicurezza".

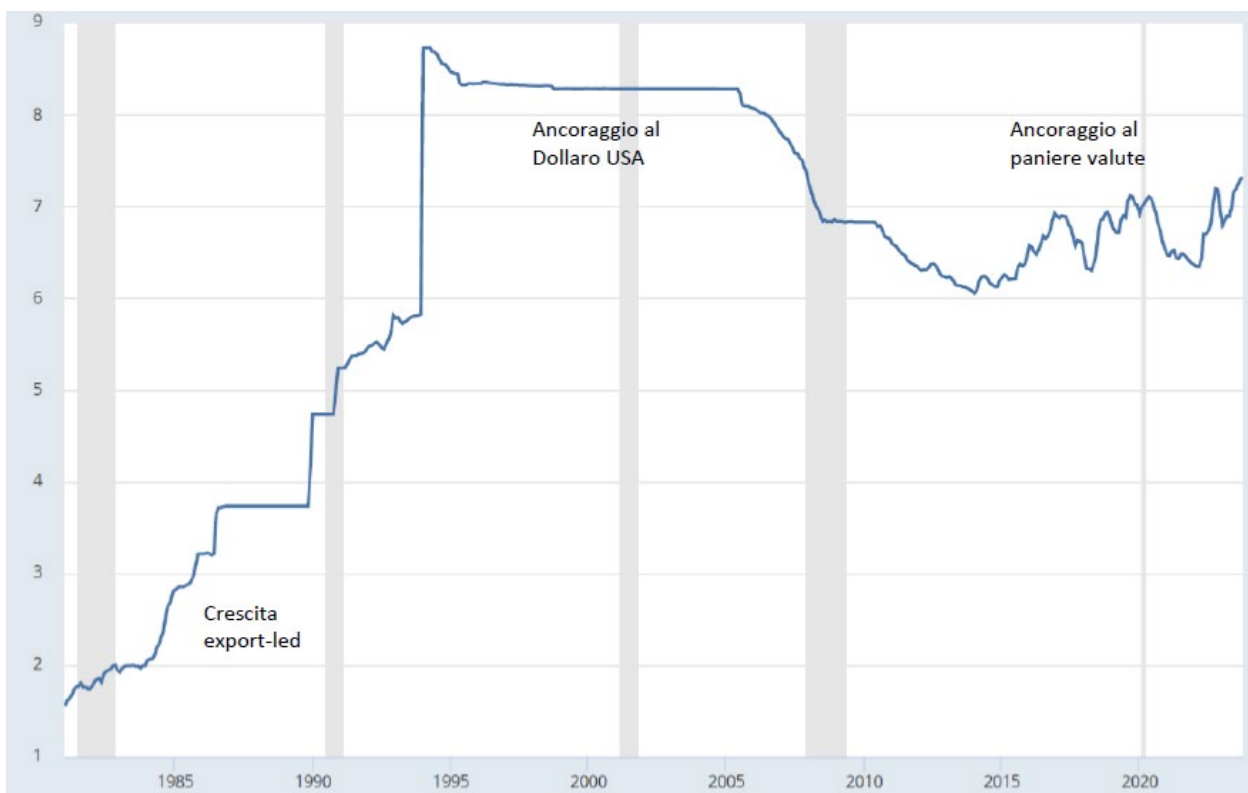
Sebbene sia particolarmente difficile invertire le tendenze demografiche, il governo cinese ha diversi strumenti per arginarne gli effetti. Innanzitutto, è possibile alzare l'età della pensione, che oggi in Cina è molto bassa: 60 anni per gli uomini e 50 anni per le donne che lavorano in fabbrica e 55 per quelle che lavorano in ufficio. In secondo luogo, può rivedere (se non abolire) il sistema *hukou* che – attraverso un sistema di registrazioni e permessi – consente *de facto* un controllo dei flussi migratori interni tra città e campagna, impedendo un'efficiente allocazione della forza lavoro e determinando un impatto negativo sulla produttività del lavoro. Infine, può sempre attivare politiche fiscali e sociali che facilitino la natalità, non penalizzino le donne con figli che lavorano e riducano le differenze di genere, come suggerito dal recente premio Nobel Claudia Goldin. Se queste (ed altre) misure verranno introdotte con decisione l'inesorabile impatto negativo della demografia potrebbe essere almeno rallentato, se non fermato.

2. Il commercio internazionale

All'inizio degli anni '80 la Cina ha cambiato radicalmente il suo approccio al commercio internazionale. E' infatti passata da una politica di *import-substitution*, in cui l'obiettivo era quello di raggiungere l'autosufficienza e sostituire le importazioni dal resto del mondo con la produzione nazionale, a una politica di *export-led growth*, con cui cercava di aumentare la competitività tenendo sottovalutato il tasso di cambio e aprendo le porte agli investimenti

esteri³. In pochi anni il tasso di cambio è passato da 1,5 a 8,5 yuan per dollaro (FIG. 2); e sono state realizzate importanti misure di liberalizzazione dei flussi commerciali, quali la drastica riduzione delle tariffe, delle quote e delle altre barriere non tariffarie. Questa strategia trova il suo coronamento l'11 dicembre del 2001 con l'ingresso della Cina nel WTO, che permette al paese di godere della clausola della "nazione più favorita".

FIG. 2 - Tasso di cambio Yuan – Dollaro USA (1980 – 2022)



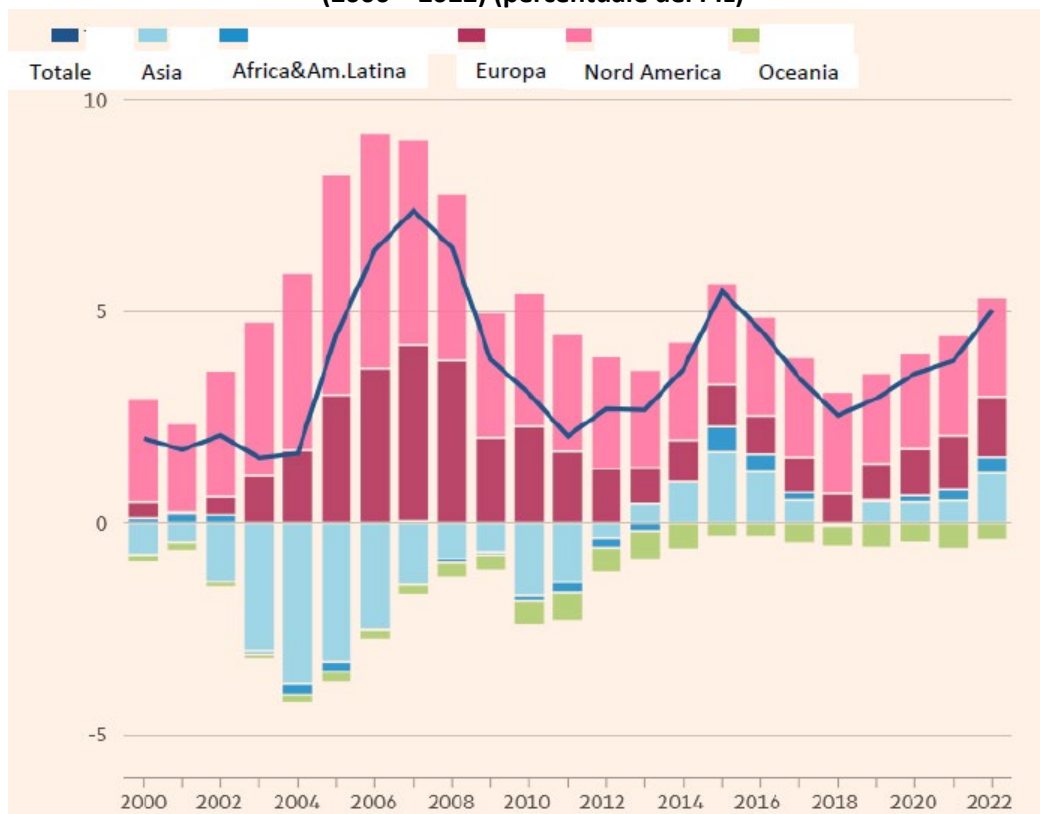
³ La politica e la strategia economica delle porte aperte sono per la prima volta definite dalla Terza Sessione

Plenaria dell'11° Comitato Centrale del Partito nel 1978.

La fortissima crescita delle esportazioni che ne segue costituisce per diversi anni un vero e proprio motore per la crescita economica e per la dinamica della produttività del paese. I forti investimenti dall'estero assieme alla accresciuta disponibilità di capitale umano (dal costo relativamente basso), consentono alla Cina di espandere notevolmente la produzione – realizzando forti economie di scala e di scopo e muovendosi verso settori tecnologicamente più avanzati (Sun e Heshmati ,

2010) – e di accrescere la presenza sui mercati mondiali. Il perdurante squilibrio fra esportazioni e importazioni determina continui surplus di bilancia commerciale (mediamente pari al 5% del Pil, ma che in alcuni anni sfiorano il 10%) (FIG. 3) e si accompagna a una eccessiva dipendenza da prodotti *made in China* che nel tempo diventa sempre meno tollerata⁴. La moderata flessibilità del tasso di cambio decisa a partire dal 2005 cambia solo marginalmente la situazione.

**FIG.3 Cina: bilancia commerciale (per aree di destinazione)
(2000 – 2022) (percentuale del PIL)**



⁴ Il “China shock” diventa assolutamente chiaro durante la pandemia quando intere filiere produttive arrestano la loro produzione in quanto dipendenti dalla produzione di beni intermedi e semi-lavorati importati dalla Cina. Inoltre, sebbene il “China shock” non sia stata l’unica causa (e forse neppure la principale) a

determinare il calo della produzione e della occupazione manifatturiera nei paesi occidentali, è indubbio che sia stato politicamente utilizzato per offrire una narrativa della globalizzazione – e del ruolo della Cina in essa – che ha suscitato reazioni negative nei confronti di questo paese.



Il cambio “quasi fisso” consente di mantenere ampi avanzi nelle partite correnti e nel saldo di bilancia dei pagamenti. All’inizio del 2015 la Banca Centrale cinese dispone di oltre 4.000 miliardi di dollari USA in riserve ufficiali, uno stock in eccesso rispetto a qualsiasi indicatore di adeguatezza che suscita non poche preoccupazioni a causa dei possibili condizionamenti che può produrre⁵. E’ così che nel corso del 2018, l’amministrazione Trump, invertendo un approccio decennale a favore della liberalizzazione commerciale, arriva ad imporre una serie di dazi (di entità compresa fra il 10% e il 50%) sulle importazioni di beni *made in China* (oltre che su beni importati da UE, Canada e altri partner commerciali) per un valore di circa 283 miliardi di dollari. In risposta, vengono introdotti dazi (dal valore medio pari al 16%) su circa 121 miliardi di dollari di esportazioni americane. Prende l’avvio una vera e propria guerra commerciale – ma anche tecnologica – che costituisce il primo episodio di protezionismo su larga scala dai tempi della Grande Depressione degli anni '30. Nascono non pochi interrogativi sul futuro del commercio internazionale. Gli interrogativi crescono con le successive decisioni dell’amministrazione Biden. Non solo vengono confermate le misure imposte da Trump, ma vengono anche introdotti generosi sussidi – attraverso l’*“Inflation Reduction Act”* (IRA) e il *“CHIPS and Science Act”* – volti a rafforzare la

⁵ Parte di questa enorme disponibilità di riserve ufficiali viene usata per finanziare le attività di Fondi di Investimento Sovrani (come CIC, China Investment Corporation) che investono anche in società del mondo occidentale che appartengono a settori considerati strategici e/o sensibili.

⁶ È improbabile che questa direzione di marcia possa mutare nel prossimo futuro, dato il sostegno *bipartisan* che le politiche protezioniste adottate hanno presso il Congresso americano. Questo nonostante un’abbondante letteratura economica abbia mostrato come nel breve termine i dazi imposti dagli Stati Uniti abbiano prodotto aumenti sostanziali dei prezzi dei beni

produzione nazionale USA soprattutto nei settori *high tech* e quelli coinvolti nella transizione ecologica.

Il tema della sicurezza nazionale entra così prepotentemente nel dibattito sulle relazioni commerciali tra Cina e USA, sommandosi ai tradizionali cavalli di battaglia rappresentati dalla difesa della manifattura e dei suoi posti di lavoro⁶. Nel marzo 2022 Janet Yellen (Segretario al Tesoro USA) arriva ad auspicare la realizzazione del *friendshoring*, secondo cui le catene di produzione globale del valore verrebbero gestite all’interno di una filiera corta tra paesi amici. Uno scenario che se realizzato non potrebbe che accelerare le recenti tendenze verso una “grande riallocazione” delle catene di approvvigionamento (*supply chain*) degli USA (e non solo) dalla Cina verso i paesi a basso costo del lavoro quali il Vietnam e paesi vicini e/o amici (*nearshoring/friendshoring*) quali il Messico⁷.

In questo “nuovo mondo” è evidente che la Cina, quale maggior esportatore, è il paese destinato a pagare il prezzo più alto. Non a caso a fronte dei problemi geo-politici con l’Occidente – che ancora oggi costituisce la principale area di destinazione del proprio export – la Cina sta tentando di stringere una serie di alleanze strategiche con numerosi paesi non allineati (o addirittura ostili ai paesi occidentali) che servirebbero a sviluppare il braccio esterno del progetto di *dual circulation*⁸. E’

intermedi e finali importati oltre a significativi cambiamenti nella catena di approvvigionamento e riduzioni della disponibilità di varietà importate. In altri termini, la gran parte dell’onere dei dazi sembra essere ricaduta sui consumatori nazionali. Ovviamente la stessa conclusione risulta verificata per i dazi imposti dalla Cina sui beni importati dagli altri paesi (Amiti, Redding, e Weinstein, 2019).

⁷ Basti ricordare che la quota delle importazioni USA dalla Cina è già passata dal picco del 21,6% nel 2017 al 16,5% nel 2022.

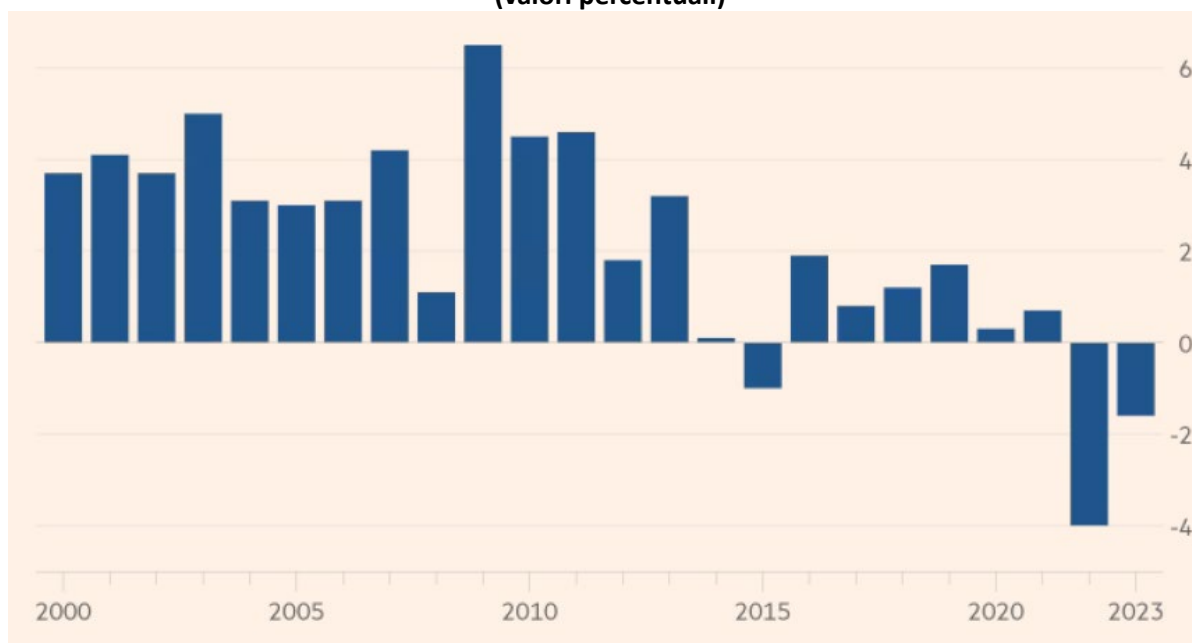
⁸ Con questo termine il governo cinese ha individuato una nuova strategia di crescita basata sullo sviluppo

da leggersi in tal senso il varo della *Belt and Road Initiative*; piuttosto che l'ampliamento del numero di paesi aderenti ai BRICs; oltre che l'instaurazione di rapporti privilegiati con nazioni quali Russia e Iran. L'obiettivo essendo la riduzione del grado di esposizione a una serie di shock esterni, che metterebbero a rischio la crescita del paese.

3. La bolla immobiliare

Tutte le analisi sull'economia cinese concordano su un punto. Il settore immobiliare ha raggiunto una rilevanza decisamente unica. Contribuisce (considerando anche i servizi correlati) alla formazione del Pil per una quota superiore al 25% (maggiore persino di quella raggiunta in Irlanda e in Spagna prima dello scoppio della crisi finanziaria globale) arrivando in alcuni anni a contribuire a buona parte della crescita del PIL (FIG. 4).

FIG. 4 - Cina: contributo del settore immobiliare allargato alla crescita del PIL (2000 – 2023) (valori percentuali)



La ricchezza investita in proprietà immobiliari vale oltre 3,5 volte il PIL, il doppio di quanto osservato in molti altri paesi⁹; il risultato di un risparmio sistematicamente investito per quasi $\frac{3}{4}$ in attività immobiliari (anche per via della mancanza di valide

alternative di investimento). Il rapporto tra prezzi degli immobili e reddito familiare è arrivato a sorpassare la soglia di 40 in diverse città, come Pechino, Shanghai e Shenzhen (quando – va ricordato – analogo indicatore è attorno a 20 a

della circolazione interna (per lo più funzione della crescita dei consumi) contestuale a quello della circolazione esterna (dipendente da esportazioni verso

paesi che non dovrebbero essere in grado di produrre shock avversi per Cina).

⁹ Ad esempio lo stesso indicatore vale 1,6 volte il PIL negli Usa e 2,1 volte in Giappone.



Londra e 10 a New York!). La superficie abitativa pro-capite è ormai simile a quella di Francia e Germania (Rogoff, 2021), anche se la Cina rimane un'economia a medio reddito ove il reddito pro-capite (espresso in Dollari PPP) è pari al 40% di quello francese e al 33% di quello tedesco. In poche parole, *"Real estate is always important in any economy. But in China, it is far more important"* (Pettis, 2022). Queste dimensioni – raggiunte in poco meno di 30 anni – pongono due questioni: Come è potuto accadere? Con quali conseguenze?

3.1 Lo sviluppo dell'immobiliare e la nascita della bolla

Una prima fase di deciso sviluppo immobiliare si manifesta a cavallo della metà degli anni '90 (IMF 2018), in conseguenza del lancio del *Housing Provident Fund*, concepito per sostenere le famiglie nella formazione di risparmio da utilizzare come anticipo nell'acquisto delle abitazioni. In alcune città, i prezzi degli immobili crescono impetuosamente e generano una prima bolla che tuttavia quando scoppia non comporta effetti rilevanti, per due motivi: la dimensione locale del fenomeno, circoscritto a poche città; la forte regolazione imposta al settore bancario, relativamente poco esposto sul fronte degli *assets* immobiliari.

E' con la fine degli anni '90, che prende l'avvio una nuova fase di deciso sviluppo immobiliare, sostenuto dall'entrata in campo di agenzie pubbliche e *State Owned Enterprises* (SOEs). La crescita dei prezzi delle case è decisamente più intensa ed estesa sul territorio nazionale. Un fenomeno che spinge le autorità di Pechino a intervenire più volte (tra il 2005 e il 2008) - facendo

ricorso a strumenti di controllo quali limitazioni alla vendita di terreni o all'acquisto di abitazioni - nel tentativo di raffreddare un mercato quasi fuori controllo.

In effetti il mercato immobiliare reagisce alle misure restrittive arrivando a registrare in molte città un declino dei prezzi degli immobili. Nel 2008, con lo scoppio della crisi finanziaria globale vengono varati diversi pacchetti di stimoli all'economia che fanno ripartire il mercato immobiliare. Dal 2008 vengono costruite 127 milioni di unità immobiliari urbane collocate sul mercato anche grazie al crescente coinvolgimento delle famiglie. Il tasso di proprietà immobiliare tocca l'80%, con molte famiglie che diventano proprietarie di numerose abitazioni! Al tempo stesso il mercato degli immobili inizia ad essere caratterizzato da andamenti sempre più differenziati tra le diverse tipologie di inurbazioni (città Tier 1, Tier 2, Tier 3 e Tier 4, in base alla dimensione) previste dall'ordinamento cinese. A partire dal 2013, le differenze diventano la regola. A fronte di aumenti di prezzo consistenti e persistenti nelle città Tier 1 e 2¹⁰ – in cui i prezzi crescono tra il 40 e l'80% nel periodo 2015-2020 – si osservano eccessi di offerta nelle città Tier 3 e 4 associati a continue cadute del livello dei prezzi (20% negli ultimi due anni) e alla generazione di vere e proprie città fantasma (*ghost towns*). Secondo recenti stime il 20-25% dello stock di abitazioni, soprattutto in alcune città Tier 3 e 4, non è occupato; la superficie di abitazioni invendute è stimata tra i 648 milioni e 3 miliardi di metri quadrati (che potrebbero ospitare sino a 30 milioni famiglie cinesi)¹¹. Con il trascorrere del tempo, le differenze tra le diverse città persistono, così come rimane forte la presenza dell'operatore pubblico che continua a giocare un ruolo cruciale

¹⁰ L'aumento dei prezzi nelle città Tier 1 e 2 è anche dovuto alla minor offerta di terreni edificabili da parte delle agenzie pubbliche locali.

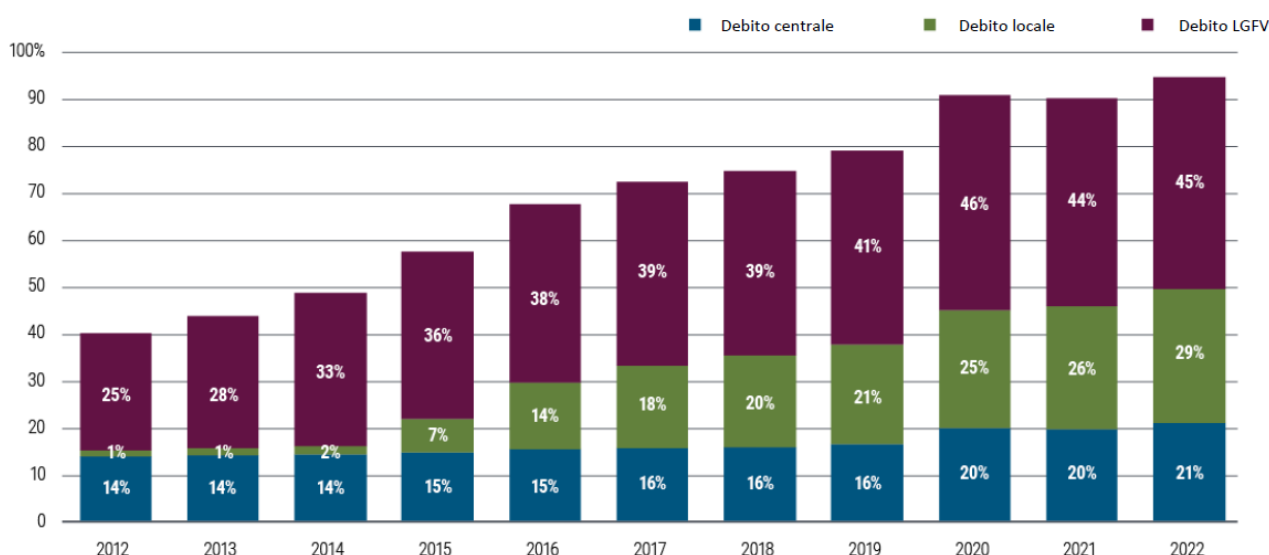
¹¹ Il valore inferiore del range è dovuto al China's National Statistical Office; quello più alto a Rhodium Group.

sia sul mercato immobiliare che su quello del credito, erogato a condizioni di favore sia agli sviluppatori immobiliari che alle famiglie/imprese acquirenti gli immobili.

Perché l'immobiliare è diventato l'oggetto di attenzioni così notevoli da parte delle autorità di governo? La risposta è (relativamente) chiara (Pettis, 2022). La chiave di volta è lo schema di incentivazione disegnato per i responsabili delle unità di governo locale. La progressione di carriera dei *top officials* delle province dipende sostanzialmente dal soddisfacimento di un target di crescita – definito dalle autorità centrali - del Pil della circoscrizione locale. Eventuali divari tra il target e la crescita effettiva – riconducibile alle decisioni del settore privato (ciò che nel gergo della burocrazia cinese è definita *high quality growth*) – vengono colmati da interventi decisi

dagli amministratori locali. Negli ultimi 15 anni, i target di crescita sono raggiunti mediante un sistematico sostegno fornito alla generazione di infrastrutture e immobili. Favorendo lo sviluppo del settore immobiliare, si sostiene – anche per via delle notevoli interdipendenze esistenti tra immobiliare e altre attività gestite a livello locale – la crescita della circoscrizione di riferimento, sostenendo la progressione di carriera e le retribuzioni dei manager pubblici di più alto livello. Si capisce quindi il motivo per cui le unità di governo locale abbiano favorito in ogni modo la crescita dell'immobiliare, arrivando a indebitarsi sia direttamente che attraverso le operazioni svolte dai *Local Government Financing Vehicles* (LGFVs), veicoli di investimento il cui debito è arrivato a superare gli 8.000 mld. di dollari, pari al 45% del PIL (FIG.5).

FIG. 5 - Cina: titoli del debito pubblico (centrale e locale) e debito LGFV (2012 – 2022) (percentuale del PIL)



La presenza di questo schema di incentivazione ha dato l'avvio a una vera e propria escalation del mercato immobiliare, sostenuta da una corsa al

debito e da prezzi in continua ascesa. Peraltro il mercato immobiliare in crescita beneficiava le autorità di governo locale anche attraverso gli

introiti generati dalla vendita dei terreni edificabili¹²; un flusso di risorse che consentiva alle stesse autorità di finanziare altri progetti di investimento utili a sostenere la crescita locale.

3.2 Le conseguenze della fine della bolla

Una bolla prima o poi scoppia. E anche la bolla immobiliare in Cina è scoppiata. A partire dal 2020 le transazioni sul mercato immobiliare sono calate vistosamente, in conseguenza di una decisa stretta

impartita dalle autorità di Pechino preoccupate dall'eccessivo debito unito ai prezzi insostenibili per molte famiglie. A settembre 2023, il tasso di variazione tendenziale delle vendite di nuove abitazioni è stato pari al -20% (a luglio lo stesso indicatore aveva raggiunto -33%). I prezzi dopo aver raggiunto il plateau alla fine del 2021 iniziano una lenta, continua flessione, anche se con tendenze molto diverse tra città e città (FIG. 6).

FIG. 6 - Cina: indice dei prezzi delle abitazioni (100 maggiori città (2016-2023) (tassi variazione percentuale)



In occasione del consueto incontro autunnale FMI-Banca Mondiale dello scorso mese di Ottobre, il Fondo Monetario Internazionale ha espresso la sua preoccupazione per le conseguenze dello scoppio della bolla. I timori non riguardano solo l'evoluzione dell'economia reale, che secondo le

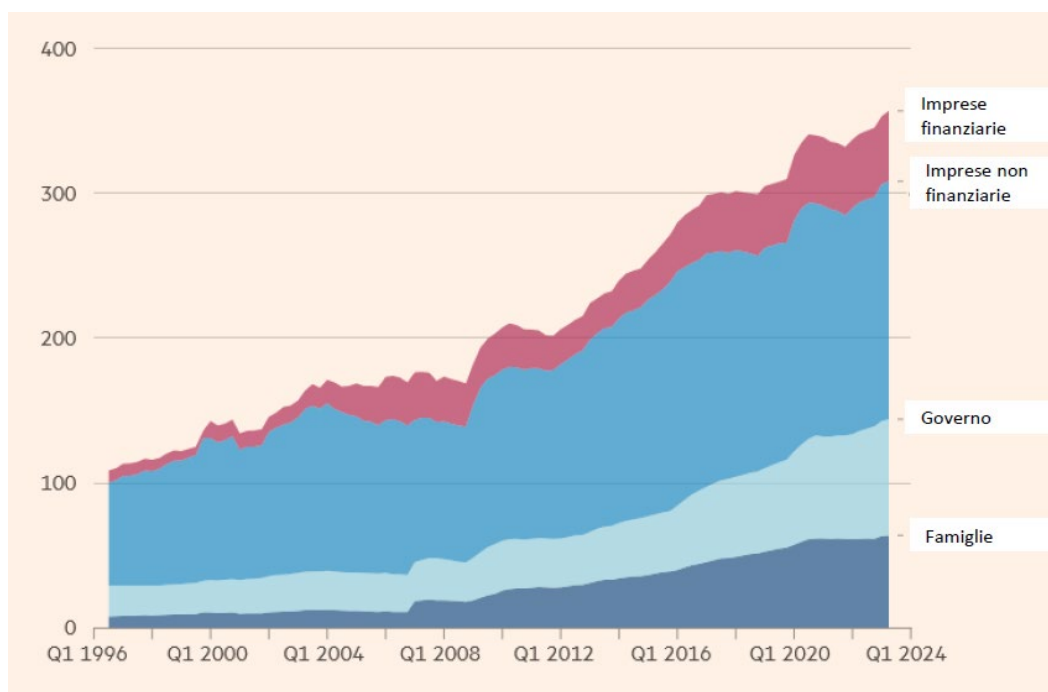
prime stime di Rogoff e Yang (2021) potrebbe conoscere una caduta compresa tra i 5 e 10 punti percentuali (in risposta a una contrazione del 20% dell'attività del comparto immobiliare), dovuta alla minor domanda privata e della spesa pubblica locale. Le preoccupazioni più grandi vertono sul

¹² L'offerta di terreni edificabili è pienamente controllata dal governo locale che stabilisce il prezzo e il tempo della vendita, oltre che il terreno posto sul mercato.

rischio di instabilità finanziaria, che potrebbe operare ben più velocemente sfruttando numerosi canali di trasmissione. Dopotutto la bolla è stata costruita sul debito, cresciuto vistosamente negli ultimi anni (FIG. 7). Il rischio di rivivere una situazione simile a quella post-Lehman è cospicuo,

anche per via di un altro punto di contatto tra i due episodi: la caduta del livello generale dei prezzi che crea i presupposti per una vera e propria *debt deflation*.

FIG. 7 - Cina: debito lordo per settore (percentuale del PIL)



L'accumulazione di debito da parte delle società immobiliari è proseguita senza interruzioni sino al 2020 quando il governo di Pechino, nel tentativo di ridurre una vera e propria corsa all'indebitamento, introduce tre limiti per gli sviluppatori immobiliari per avviare una fase di *soft deleveraging*. L'imposizione delle cosiddette *three red lines* – definite in termini di rapporto debito/attivi; debito/equity e cash/debito a breve – provoca una reazione immediata. Il ricorso all'indebitamento

da parte dei maggiori *real estate developers* (in primis Evergrande, che non soddisfa nessuno dei tre limiti) si interrompe. La mancanza di debito addizionale costringe molti di loro a liquidare, spesso a condizioni sfavorevoli, parte dei loro attivi. Il risultato è l'assunzione di perdite che comportano un ulteriore deterioramento della già fragile condizione debitoria (peraltro gravata anche dall'uso di pratiche commerciali che prevedono la vendita sulla carta degli immobili a



fronte di incasso immediato del corrispettivo in cash¹³). Per convincere i creditori a cessare di erogare prestiti a grandi prenditori come Evergrande, responsabili di progetti di sviluppo immobiliare improduttivi, il governo annuncia che il *bail-out* (implicito) non è più un'opzione. La fase di crescita "fittizia" (crescita fondata sul debito, nel gergo dello stesso Primo Ministro Xi Jinping,) ha termine. L'eliminazione del *moral hazard* dal mercato del credito scatena una sorta di effetto contagio. A cascata, prendono l'avvio molteplici operazioni di liquidazioni anticipate da parte dei prestatori che avevano concesso credito confidando nel rispetto delle garanzie implicite fornite dal governo. Il risultato è devastante. Anche perché il mutato scenario spinge un numero sempre più consistente di potenziali acquirenti di immobili e di fornitori di materiale di costruzione a concedere sempre meno liquidità ai *real estate developers*. Le minori entrate unite ai maggiori costi (operativi e di finanziamento) provocano l'accentuazione delle perdite: il *financial distress* cresce e si diffonde.

Evergrande, il *real estate developer* più indebitato al mondo (con passività finanziarie pari al 3% del Pil cinese!) entra tecnicamente in default già nel 2021 (dopo aver mancato il pagamento di cedole su prestiti obbligazionari emessi sul mercato internazionale)¹⁴. Nel mese di agosto di quest'anno chiede al Tribunale di New York l'applicazione del Chapter 15 – per poter dare l'avvio alle procedure di ristrutturazione del proprio debito estero, in regime di protezione dai creditori. Più recentemente, la crisi coinvolge un altro colosso dell'immobiliare cinese: Country Garden. Benchè più piccola di Evergrande, Country Garden ha raggiunto una dimensione (e debiti) di

tutto rispetto grazie a un'attività edilizia concentrata nelle città Tier-2 e 3. Diversamente da Evergrande, i maggiori creditori di Country Garden non sono le banche o gli obbligazionisti, ma i cittadini-clienti che hanno anticipato cifre considerevoli (pari alla metà delle passività di Country Garden) per l'acquisto sulla carta di appartamenti, che negli ultimi anni non sono mai stati (o quasi) consegnati. Da qui lo sciopero dei mutui (*mortgage boycott*), con migliaia di famiglie che hanno sospeso il pagamento delle rate. Uno scenario che, nel caso di approfondimento della crisi, potrebbe estendersi a molte altre città (delle oltre 300) in cui Country Garden ha un cantiere aperto. Tuttavia, i problemi non si limitano ai due giganti. Negli ultimi 2 anni e mezzo sono più di 50 gli sviluppatori immobiliari che hanno dichiarato *default* sul principale e/o hanno sospeso il pagamento degli interessi sul debito.

Alla luce di questi elementi si comprende da dove nasca la preoccupazione per la stabilità finanziaria, messa seriamente a rischio da diversi fattori.

Il primo è costituito dal debito degli LGFVs. Quasi un terzo di questi veicoli - costituiti dai governi locali con l'esplicito obiettivo di sviluppare infrastrutture e immobili – sono incapaci di generare risorse sufficienti a ripagare gli interessi sul proprio debito, costituito per il 20% da bonds e per il rimanente 80% da prestiti bancari. Una ristrutturazione del debito degli LGFVs avrebbe quindi ripercussioni importanti sulle banche (i prestiti ai LGFV pesano per il 25% dei *corporate loans* del sistema bancario cinese), che verrebbero immediatamente gravate da una quantità rilevante di NPLs. Anche le banche che agiscono nelle provincie più ricche si troverebbero di fronte a un probabile *capital shortfall* che avrebbe

¹³ Negli ultimi tempi a tale pratica si è aggiunto il finanziamento erogato da *shadow banks*, il cui funding è cresciuto esponenzialmente grazie alla emissione di

WMPs (Wealth Management Products) con elevato profilo di rischio.

¹⁴ Al momento del fallimento Evergrande era coinvolta in 800 progetti di sviluppo immobiliare non terminati.

inevitabilmente l'effetto di provocare un credit crunch, con inevitabili effetti a cascata.

A ciò va aggiunto il ruolo giocato dalle famiglie che si trovano colpite dalla crisi su due fronti. Da un lato, registrano perdite sugli asset immobiliari acquistati, che spesso non sono mai stati consegnati loro. Dall'altro, possono soffrire perdite sui loro depositi bancari, qualora la loro banca depositaria fallisse in conseguenza del fallimento degli LFGVs.

Inoltre, non va dimenticato che una crisi metterebbe a rischio la sostenibilità delle finanze pubbliche locali, colpite dai minori introiti dovuti alle minori cessioni di terreni edificabili oltre che dal mancato rimborso dei prestiti concessi. Al momento – notizia dello scorso mese da Agosto – il governo di Pechino ha consentito di collocare sul mercato 140 miliardi di Dollari di *special financing bonds* con l'obiettivo di aiutare 12 regioni a ripagare il proprio debito. La notizia rileva in quanto il merito di credito degli LFGVs è stato sempre considerato funzione della sostenibilità delle finanze pubbliche locali di riferimento¹⁵. La decisione di aiutare le provincie va quindi letta con sollievo misto a preoccupazione. Sancisce il riconoscimento di una nuova fase della crisi inaugurata all'inizio del 2023 con la ristrutturazione del debito di un LFGV della provincia di Guizhou, del valore di oltre 2 miliardi di Dollari che coinvolge una ventina di banche (locali e nazionali). Ciò significa che dopo aver dichiarato la fine del *implicit bail-out*, Pechino ha

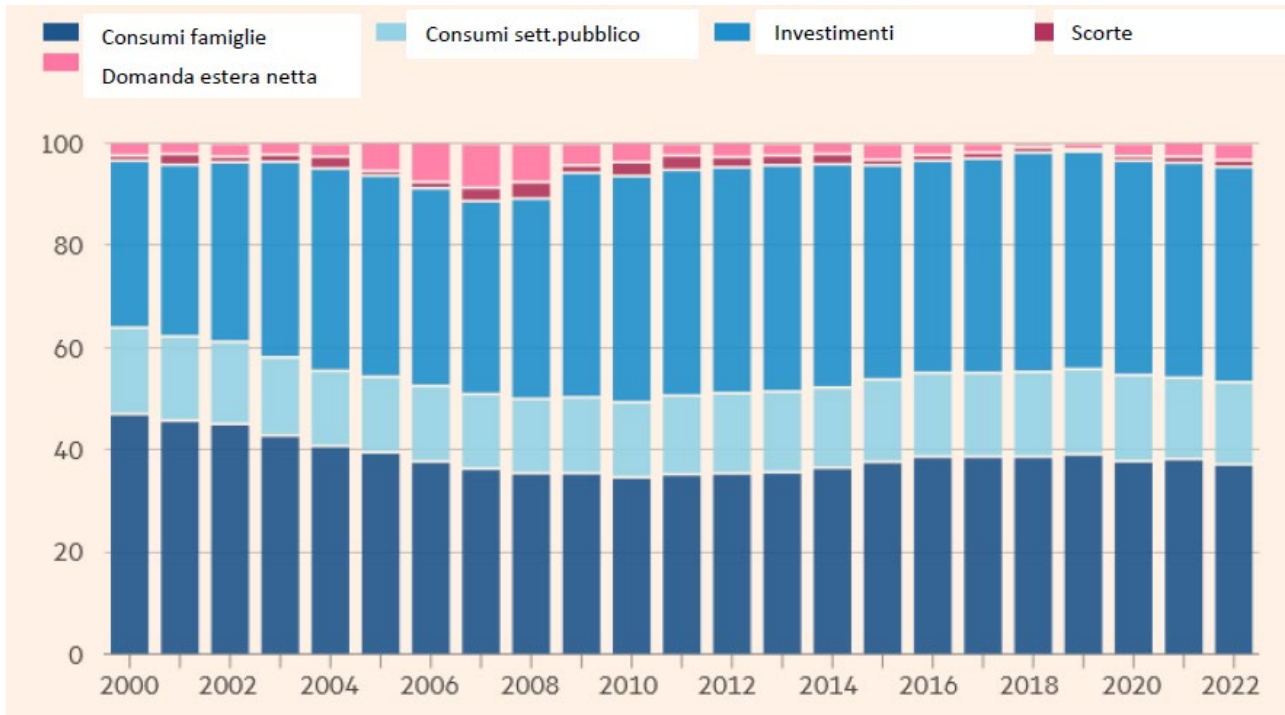
riconosciuto le difficoltà di alcuni governi locali e si è decisa a intervenire in loro aiuto. Al tempo stesso, per ampliare lo spazio di manovra degli operatori dell'immobiliare ha iniziato a considerare la possibilità di sospendere l'operatività delle *three red lines*. Anche se l'effetto sarebbe minimo in quanto la domanda dell'immobiliare è diminuita a tal punto da annullare qualsiasi incentivo a fare altro debito (Garcia Herrero, 2023).

4. Sottoconsumo

La bolla immobiliare non può essere analizzata senza considerare altri due aspetti, tra loro complementari. Il primo riguarda il perdurante stato di sottoconsumo. La straordinaria crescita cinese è avvenuta creando le condizioni per una attività di investimento che è andata ben oltre i livelli considerati normali, a scapito del tenore dei consumi. Non è quindi sbagliato affermare che *overinvestment* e *underconsumption* siano due facce della stessa medaglia (FIG. 8). Le risorse veicolate a condizioni vantaggiose al settore *corporate* (privato e/o pubblico) per sostenere gli investimenti sono state *de facto* "sottratte" alle famiglie che hanno mantenuto i consumi su livelli di gran lunga inferiori a quelli normalmente esistenti in qualsiasi altro sistema economico.

¹⁵ In quanto i progetti finanziati attraverso LFGVs non hanno mai generato risorse utili a ripagarne interamente il debito.

FIG. 8 – Cina: composizione della domanda (percentuale del PIL)



In una prima, lunga fase il settore *corporate* ha beneficiato di circostanze particolarmente positive. La redditività degli investimenti era garantita dalla realizzazione di progetti dalla elevata produttività marginale del capitale e da condizioni decisamente favorevoli sul fronte del costo dei fattori di produzione: il sistema bancario erogava prestiti alle imprese in ragione di tassi di interesse reali per lungo tempo negativi; mentre la manodopera era disponibile, in quantità quasi illimitata (anche grazie a un continuo flusso migratorio dalle campagne verso le città), in ragione di salari decisamente bassi¹⁶. Contemporaneamente, le famiglie soffrivano gli effetti una condizione di duplice repressione: la *wage repression* manteneva su bassi livelli i loro

redditi; mentre la *financial repression* faceva in modo che ai bassi tassi di interesse pagati dalle imprese per i prestiti corrispondessero bassi tassi di interesse (negativi in termini reali) corrisposti sui loro depositi bancari.

Il combinato disposto delle due forme repressione consentiva di incentivare gli investimenti (produttivi) e di comprimere i consumi (incentivando i risparmi¹⁷), favorendo una crescita chiaramente squilibrata. Non casualmente già nel 2007 l'allora Premier Wen Jiabao definiva il modello di crescita perseguito sino a quel momento come *unbalanced* (oltre che *unstable uncoordinated* e *unsustainable*). Da qui la necessità di un ribilanciamento, che richiedeva la riallocazione di risorse dal processo di

¹⁶ Inoltre anche il costo dell'energia era mantenuto su bassi livelli in virtù di sussidi disposti dal governo (Lardy, 2007)

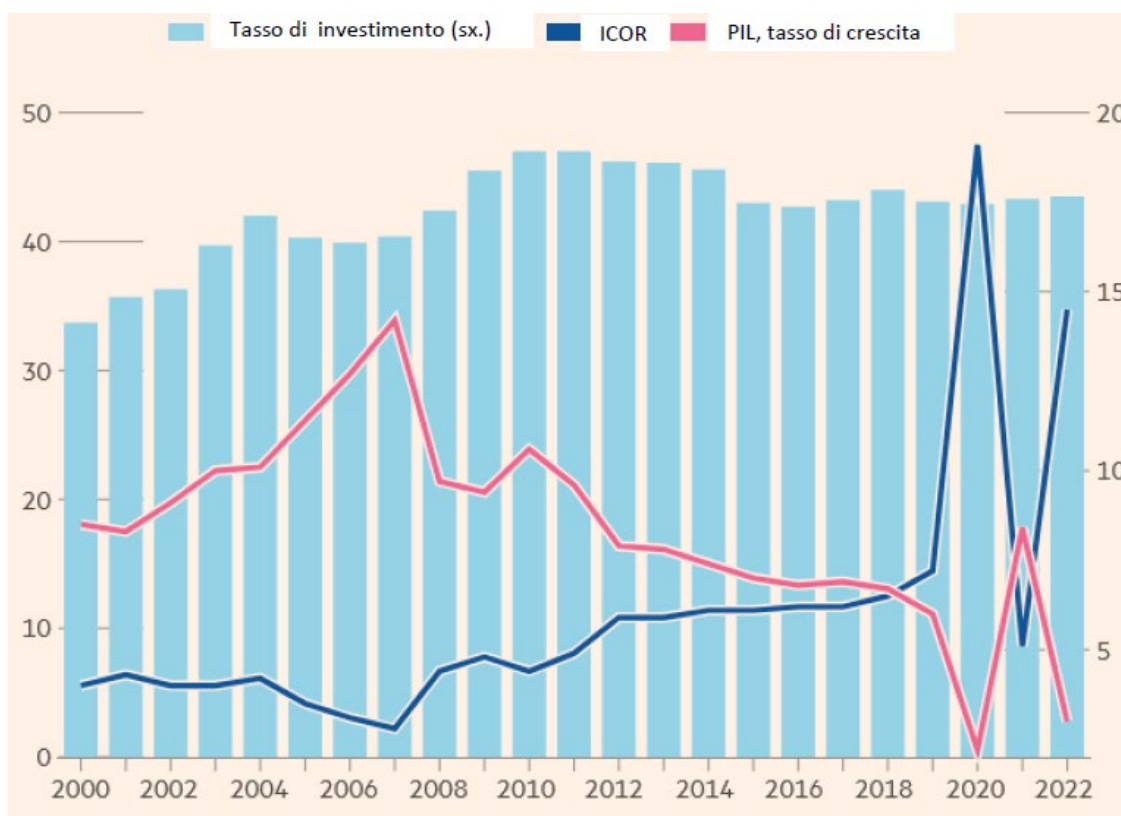
¹⁷ I risparmi raggiungono livelli straordinariamente elevati per qualsiasi metrica.

accumulazione di capitale verso l'occupazione retribuita con salari più alti e dagli investimenti verso i consumi, che avrebbero dovuto assumere la funzione di nuovo motore della crescita¹⁸.

In realtà il passaggio di testimone non è mai avvenuto. Quando gli investimenti entrano in una fase contraddistinta da una minor produttività marginale del capitale, anziché favorire lo sviluppo dei consumi si sostiene ancora il processo di accumulazione di capitale, incentivando operazioni su infrastrutture (i treni ad alta velocità

ne sono un esempio) e proprietà immobiliari di cui abbiamo parlato in precedenza. Il prezzo pagato è costituito da crescenti inefficienze: l'*Incremental Capital Output Ratio* (ICOR) – pari al rapporto tra investimenti e variazione del prodotto, il reciproco della produttività marginale del capitale – nel giro di pochi anni passa da 4 a più di 10! (FIG. 9) Si investe sempre di più senza ottenere una corrispondente crescita del Pil che inizia così a decelerare vistosamente (FIG.10).

FIG. 9 - Cina: crescita, tasso di investimento e ICOR



¹⁸ La stessa soluzione veniva nuovamente invocata nel 2012 da Hu Jintao predecessore di Xi nel ruolo di Premier.

FIG.10 - Cina: tassi di crescita del Pil (valori percentuali)



Dietro l'impasse nel processo di ribilanciamento si nasconde (Liu, Oi e Zhang, 2022) il *grand bargain* tra governo centrale e autorità locali che – dopo la riforma del 1994¹⁹ – restituisce a queste ultime ampi spazi di autonomia. Ad esempio diventa possibile creare nuovi veicoli finanziari (senza subire particolari controlli) in grado di raccogliere ed erogare risorse a sostegno di *local state-led growth*: la famigerate LGFVs. La crescita sbilanciata richiede quindi come soluzione non solo la redistribuzione di risorse dal settore *corporate* a quello delle famiglie, realizzando una crescita salariale ben superiore a quanto osservato negli ultimi anni; ma anche una redistribuzione dalle unità di governo locale a quella centrale. In ultima analisi, sia la gestione del problema del debito (e

della connessa bolla immobiliare) che quella del ribilanciamento della domanda (a vantaggio dei consumi) richiedono un nuovo *power sharing* tra Pechino e autorità locali (Pettis, 2022; 2023). Considerando il forte orientamento centralista perseguito da Xi Jinping è facile prevedere che Pechino cercherà di riportare sotto il suo diretto controllo le unità di governo locale. Limitandone la capacità di assumere debito (direttamente o attraverso i famigerati LGFV) diventerà possibile limitare l'entità dei trasferimenti/sussidi/finanziamenti erogati dai governi locali a vantaggio delle *business elite* locali. Con il risultato di spezzare l'anello di congiunzione tra politica ed economia locale²⁰, indebolendo la posizione delle autorità locali nei confronti di

¹⁹ La riforma del 1994 aveva ricentralizzato buona parte dei poteri in materia fiscale, sottraendo molti poteri alle autorità locali.

²⁰ In caso di istituzioni estrattive, la crescita produce risultati che beneficiano poche *constituencies*. Queste

ultime assumono via via un crescente potere economico, utilizzato per esercitare pressione sui responsabili del potere politico al fine di mantenere in vita un assetto che garantisca rendite a entrambe le parti.

Pechino. In questa prospettiva va letta la decisione dello scorso Marzo di istituire la *Central Financial Commission*, una nuova Autorità – che risponderà direttamente ai vertici del Partito Comunista Cinese– responsabile per la supervisione e il controllo del sistema finanziario cinese.

5. TFP e tecnologia. Un altro elemento controverso

La crescita sbilanciata verso gli investimenti non solo ha depresso i consumi e favorito la nascita della bolla immobiliare. Ha contribuito anche a una straordinaria accumulazione di capitale che tuttavia (come già sottolineato in precedenza) presenta aspetti controversi. Basti considerare che a fronte di un rapporto capitale prodotto, K/Y , che ha raggiunto un livello pari a 1,5 volte quello osservato negli USA, il valore del capitale installato per lavoratore, K/L , è risultato pari solo al 28% di quello rilevato negli USA. Come è possibile?

A prima vista questi dati sembrano inconciliabili. In realtà, ricordando che

$$\frac{K}{Y} = \frac{K}{L} \frac{L}{Y}$$

è immediato notare come l'elevato rapporto capitale prodotto possa coesistere con un basso valore del capitale per addetto qualora la produttività del lavoro (il reciproco di L/Y) sia molto bassa.

Per comprendere quest'ultimo punto è utile ricordare che – secondo il tradizionale approccio della crescita basato sulla funzione di produzione aggregata – vale la relazione

$$\frac{Y}{L} = A \left(\frac{K}{L}\right)^\alpha \left(\frac{H}{L}\right)^{1-\alpha}$$

che esprime il legame tra produttività del lavoro per addetto, Y/L , la produttività fattoriale totale (PFT), colta dall'indice A che fornisce una misura estesa del grado di efficienza con cui un sistema economico utilizza i fattori produttivi (lavoro e capitale); e l'intensità (per lavoratore) di capitale fisico, K/L , e di capitale umano, H/L .²¹ Quando l'accumulazione di capitale umano è modesta e la produttività fattoriale totale è bassa, la produttività del lavoro per addetto non può che essere bassa. Una condizione esistente nella Cina di oggi.

In effetti nonostante i poderosi investimenti in formazione ed educazione scolastica realizzati nel corso degli ultimi decenni, la Cina non va oltre la 44esima posizione nelle classifiche predisposte dalla World Bank relative agli indicatori di capitale umano. Meno del 20% della forza lavoro cinese ha conseguito un titolo di studio a livello universitario (mentre nei paesi OECD lo stesso indicatore assume valori compresi tra il 30 e il 40%).

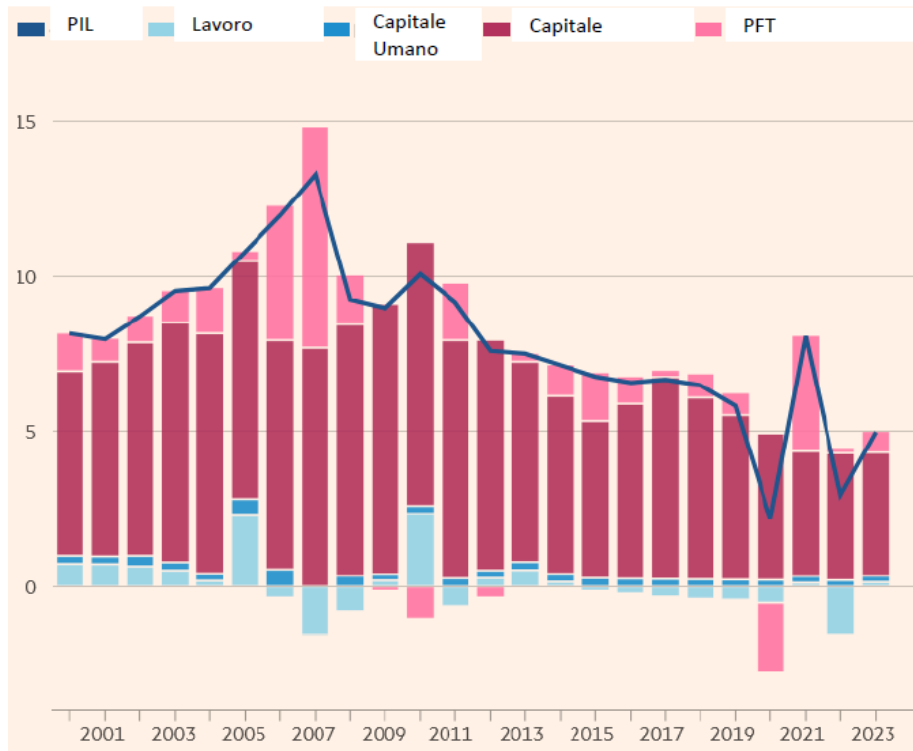
Ma è soprattutto l'analisi della PFT a destare le maggiori preoccupazioni²². Dopo aver registrato una buona crescita per più di vent'anni, la sua dinamica è andata progressivamente rallentando dopo la Crisi Finanziaria Globale. Le ultime stime parlano di un contributo fornito dalla PFT alla crescita della produttività che nel periodo 2009-2022 è stato dello 0,5% in media d'anno, un quarto circa del risultato registrato tra il 2000 e il 2008 (FIG. 11), che ha portato il livello della PFT a valori prossimi al 50 % della PFT nell'area OECD.

²¹ Il parametro α ($1-\alpha$) coglie invece la quota percentuale di reddito retribuita al fattore produttivo capitale fisico (capitale umano).

²² La crescita della PFT è normalmente ricondotta al tasso di progresso tecnologico generato dalla capacità innovativa a livello di imprese/settori; e alla capacità di

riallocare risorse dalle unità (imprese/settori) meno produttive verso quelle più produttive. Una volta esaurito lo sforzo di riallocazione settoriale, non rimane che l'innovazione come unico motore della crescita della PFT.

FIG. 11 – Crescita in Cina: contributo fornito dai fattori di produzione (valori percentuali)



Dietro tale tendenza si nasconde un minor contributo fornito dalle nuove imprese che entrano sul mercato, sia perché si riduce il numero di nuove imprese entranti sia perché quelle che entrano sono meno dinamiche che in passato; inoltre vi è un rallentamento della crescita della produttività delle imprese già esistenti che in certe circostanze assumono la connotazione di vere e proprie “zombie companies”: imprese che sarebbero dovute fallire ma che in realtà rimangono sul mercato drenando risorse produttive a scapito di altre società. Infine, il rallentamento della dinamica della PFT avviene contestualmente al raggiungimento di una sorta di limite invalicabile al processo di riallocazione delle risorse dal settore *corporate* pubblico verso quello privato. La complessa trasformazione del settore pubblico cinese (Hsieh e Song, 2015) sembra essersi fermata in corrispondenza di un pavimento

al di sotto del quale il peso delle SOEs (State – Owned Enterprises) – che controllano ancora un terzo dei *corporate assets*, contribuendo a un quarto dei ricavi complessivi delle imprese cinesi – non scende più. Un altro segnale (abbastanza) inequivocabile del fatto che il rallentamento della crescita della PFT abbia un legame anche con la perdurante importanza delle SOEs, ancora oggi caratterizzate da un importante divario di produttività con le imprese private.

Dal momento che la PFT si configura come il più importante fattore di crescita nel lungo periodo si comprende lo sforzo del Governo di Pechino per creare le condizioni favorevoli a una ripresa del suo sviluppo, che non può che essere trainato dall’innovazione. Tuttavia, pur essendo la Cina tra i leader globali nello sviluppo di tecnologie d’avanguardia – applicate all’e-commerce, all’intelligenza artificiale, al fintech, alle energie

rinnovabili oltre che alle auto elettriche e ai treni veloci – ha iniziato a diffondersi un certo scetticismo sulla effettiva capacità cinese di proseguire stabilmente lungo un sentiero di crescita *innovation-led*. Gli indicatori di innovazione sono infatti caratterizzati da luci e ombre. Da un punto di vista meramente quantitativo la spesa in R&D (in quota del Pil) è superiore al 2% del GDP e prossima ai livelli medi OECD. In modo simile anche l'output della R&D è andato crescendo: la Cina oggi vanta il più elevato numero di brevetti (registrati domesticamente) al mondo. Ma quando si considerano alcuni aspetti qualitativi dell'attività innovativa le conclusioni sono radicalmente diverse. Secondo l'OECD, il numero di brevetti registrati presso i tre più importanti uffici di brevettazione mondiale (la cosiddetta *triadic patent*) è la metà di quelli USA e un terzo di quelli giapponesi.

Una statistica che proverebbe come ampia parte dei brevetti cinesi sia di bassa qualità. Inoltre, la quota di ricercatori impiegati rispetto al totale di forza lavoro occupata è decisamente inferiore a quella di paesi più orientati verso l'innovazione: basti pensare che mentre in Corea del Sud 18 lavoratori (ogni 1.000 occupati) sono ricercatori impegnati in R&D, in Cina ve ne sono solo 2 su 1.000. Relativamente alla ricerca di base condotta all'interno del sistema universitario le informazioni disponibili sono ugualmente poco confortanti. Il numero di citazioni ottenute da papers prodotti da ricercatori affiliati a strutture universitarie cinesi rimane inferiore al valore medio globale, a riprova del relativamente modesto impatto della ricerca cinese sulla comunità scientifica. Inoltre, preoccupa la tendenza seguita dai ricercatori cinesi più giovani, che una volta assunti riorientano la loro agenda di ricerca verso quella dei responsabili delle strutture in cui sono impiegati (Acemoglu, 2022). Un allineamento (*ex-post*) che è il riflesso di un atteggiamento opportunistico volto

a compiacere i *top researcher* per ottenere più facilmente finanziamenti e progressioni di carriera, ma che non necessariamente garantisce buoni risultati sul fronte dell'innovazione.

Come uscire da questa *impasse*? Per favorire lo sviluppo di innovazione "*made in China*" (*home-grown innovation*) che garantisca una condizione di auto-sufficienza tecnologica è stato lanciato – ormai diversi anni fa – il programma *Made in China 2025*. Obiettivo dichiarato dall'Amministrazione di Xi Jinping è quello di trasformare la Cina in una potenza tecnologica in grado di competere con gli USA nella corsa verso la leadership tecnologica globale e capace di rivoluzionare il proprio comparto manifatturiero, ancora incentrato su numerose produzioni a basso valore aggiunto. Obiettivi che oggi appaiono ancora distanti, anche perchè la Cina ha ancora necessità di importare una certa mole di tecnologia di frontiera dall'estero. Un punto di debolezza che non sarà semplice risolvere nel breve-medio periodo e che espone la Cina al rischio di provvedimenti commerciali di natura restrittiva. Come i divieti all'export di semiconduttori avanzati e dei macchinari necessari per produrli imposti dall'Amministrazione Biden nell'Ottobre 2022.

6. Conclusioni

Il rallentamento della crescita che sta contraddistinguendo la Cina da alcuni anni sembra ormai avere una connotazione permanente, al punto da avere spinto un autorevole commentatore come Adam Posen (2023) a considerare la Cina come affetta da un caso di "long-COVID economico". Non casualmente diversi analisti hanno individuato delle preoccupanti analogie con il Giappone della fine degli anni '80. Dopo tutto, molti ingredienti della crisi che aveva allora investito il paese del Sol Levante sono oggi presenti in Cina. Un andamento demografico negativo, un elevato debito, una bolla



(immobiliare) scoppiata e un livello dei prezzi in calo (Roach, 2023). A prescindere dalla valutazione di quanto la Cina sia vicina a una sorta di *japanification* (Goldman Sachs, 2023), pare indiscutibile che l'ascesa del Regno di Mezzo – apparentemente inarrestabile sino a qualche anno fa – sia oggi frenata da diversi ostacoli.

Tra questi spicca anche il nodo politico rappresentato dalla leadership di Xi Jinping (Zongyang, 2023). Anziché creare le condizioni per una maggiore iniziativa privata e un maggiore spazio per i consumi, da quando ha assunto il potere Xi Jinping ha impresso una direzione diametralmente opposta. Ha favorito lo sviluppo di progetti pubblici (*Belt and Road Initiative* e *Made in China 2025*); e instaurato un ambiente in cui le SOEs sono tornate a godere di condizioni favorevoli rispetto alle imprese private. In poche parole, Xi Jinping ha profondamente modificato le priorità di governo. L'obiettivo principale non è più il perseguimento della crescita economica (nel rispetto del contratto implicito "*no politics, no problem*" (Posen, 2023); quanto il mantenimento di un elevato potere nelle mani di una ristretta *elite* politica, esercitato per assumere un controllo sempre più stringente su ampia parte della società cinese. Tale scelta – avvenuta ben prima dello scoppio della pandemia e della Zero-Covid policy – si è andata a inserire in uno scenario internazionale in cui i rapporti con gli USA sono stati sempre più caratterizzati da un conflitto latente che ha contribuito ad aumentare sensibilmente l'incertezza, fronteggiata sia dalle imprese che dalle famiglie. La stessa prospettiva di un conflitto con Taiwan ha portato molte famiglie cinesi ad aumentare i loro già elevati risparmi precauzionali nella previsione di uno scenario di guerra! Alimentando una situazione in cui la domanda interna privata stenta sempre di più a crescere.

Come si esce da questa *impasse*? In ambito economico, sono auspicabili diverse, profonde riforme strutturali. Dall'abbattimento delle barriere all'entrata, a una serie di provvedimenti legislativi che definiscano una volta per tutte in modo chiaro il rispetto dei diritti di proprietà. Dall'aumento della spesa pubblica destinata ai servizi sociali (soprattutto in sanità e istruzione) alla revisione del sistema *hokou*, al fine di tutelare maggiormente i migranti nella fruizione (all'interno delle città in cui vivono) di fondamentali servizi sociali (come sanità e istruzione).

Ma tutto ciò non basta senza una chiara riforma del sistema politico e del suo tenace controllo del sistema economico. Fintanto che l'intrusione dello stato nella sfera economica non verrà ridotta, il long-COVID economico continuerà a colpire. Gli investimenti privati e i consumi di beni durevoli saranno meno reattivi anche a fronte di importanti stimoli pubblici. E i consumi – che dovrebbero crescere per facilitare la transizione verso un modello di sviluppo basato sulla "circolazione domestica" rimarranno inevitabilmente modesti (Pettis, 2021b). Si può quindi concludere che il maggior nemico delle Cina sia oggi rappresentato dalla cristallizzazione del suo attuale sistema di potere. In assenza di una profonda revisione del sistema di *governance* la crescita è destinata a rallentare, con possibili effetti negativi sulle prospettive per i più giovani (il cui tasso di disoccupazione ha già raggiunto livelli preoccupanti anche nelle fasce di lavoratori con istruzione elevata). A quel punto si aprirebbe lo scenario più negativo. Al peggioramento del *market sentiment* di imprenditori e risparmiatori si accompagnerebbe un deciso, permanente aumento della disoccupazione giovanile. Le conseguenze sugli equilibri socio-politici sarebbero di non poco conto.

Riferimenti bibliografici

- Acemoglu, D. (2022), China's Economy Is Rotting from the Head, Project Syndacate; 28 Ottobre
- Acemoglu, D. e Johnson, S., (2023), America's Real China Problem, Project Syndacate, 6 Novembre.
- Amiti, M., Redding, S., e Weinstein, D., (2019), The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare, NBER Working Paper No. 25672 Marzo.
- Cerdeiro, D. e Ruane, C., (2022), China's Declining Business Dynamism, IMF Working Paper No. 2022/032.
- Economist (2023), How bad could China's property crisis get?, 16 Agosto.
- Fuxian, Y., (2023), The Long Reach of China's Demographic Destiny, Project Syndacate, 7 Luglio.
- Garcia Herrero, A. (2023), The boom, bust and future of China's Real Estate Sector, 18 Gennaio, Bruegel
- Goldman Sachs (2023), Is China's Economy Facing Japanification?, 5 Ottobre.
- Hsieh, C. e Song, Z. (2015), Grasp the Large, Let Go of the Small: The Transformation of the State Sector in China, NBER W.P. 21006
- IMF, (2023), IMF Article IV Consultation – China, Press release, Ottobre
- Ito, T. (2023) China's Self-Inflicted Economic Wounds, Project Syndacate 21 Novembre.
- Koss, R., e Shi, X. (2018), Stabilizing China's Housing Market, IMF, WP/18/89.
- Lardy, N. (2007), Rebalancing Economic Growth, in The China Balance Sheet in 2007 and Beyond, Peterson Institute for International Economics
- Lardy, N. (2023), How serious is China's Economic Slowdown? Peterson Institute for International Economics, 17 Agosto
- Levitz, E. (2023), China's Economic Model Is in Crisis (and Xi Knows It), Foreign Interest, 24 Gennaio
- Liu, A., Oi, J., e Zhang, Y., (2022), China's local Government Debt: the Grand Bargain, The China Journal
- Pettis, M. (2021a), What Does Evergrande Meltdown Mean for China?, Carnegie Endowment for International Peace, 20 Settembre
- Pettis, M. (2021b), Will China's Common Prosperity Upgrade Dual Circulation? Carnegie Endowment for International Peace, 15 Ottobre
- Pettis M. (2022), China's Overextended Real Estate Sector Is a Systemic Problem, Carnegie Endowment for International Peace, 24 Agosto
- Pettis M. (2023), Foreign Affairs, September/October
- Posen, M. (2023) The End of China's Economic Miracle, Foreign Affairs, September/October
- Prasad, E. (2023), Has China's Growth Gone from Miracle to Malady? Brookings Paper on Economic Activity, March.
- Roach, S. (2023), Can China Reverse Its Economic Slump?, Paul Tsai China Center, Yale Law School
- Rogoff, K. (2022), China's Diminishing Returns, Project Syndacate, 31 Ottobre.
- Rogoff, K. (2023), The Debt Supercycle Comes to China, Project Syndacate, 17 Agosto.
- Rogoff, K., Yang, C., (2021), Has China's Housing Production Peaked?, China and the World Economy.
- Rogoff, K., Yang, C., (2022), A Tale of Tier 3 Cities, IMF WP 22/196
- Sandhu, M., (2023), Debt Overhang Economics with Chinese Characteristics, Financial Times, 17 Agosto
- Sun, P., e Heshmati, A., (2010), International Trade and its Effects on Economic Growth in China, IZA Discussion Paper No. 5151
- Wang, T., (2023), A Spending Injection Alone Is Not a Cure for China's Ailing Economy, Financial Times, 21 Giugno
- Wolf, M., (2021), The economic threats from China's real estate bubble, Financial Times, 5 Ottobre
- Wolf, M., (2023a), We Shouldn't Call "Peak China" Just Yet, Financial Times, 18 Settembre.
- Wolf, M., (2023b), How China Can Avoid the Japan Trap, Financial Times, 26 Settembre
- Wolf, M., (2023c), Politics poses the biggest threat to economic growth in China, Financial Times, 24 Ottobre.
- World Bank (2019), Innovative China, Washington.