

# La linea d'ombra

## Riflessioni di strategia

### “Venticinque anni fa”



Tienanmen, 25 giugno 1989

*“Sulla piazza Tienanmen il comunismo cinese aveva avuto il suo più grande trionfo. Su quella stessa piazza ha subito la sua più grande e irreversibile sconfitta. (...) In quarant'anni al potere il Partito comunista cinese, tranne brevi periodi di pace, ha sottoposto il Paese a continue campagne politiche che hanno diviso la gente, a continui mutamenti di rotta che hanno confuso la nazione, a continue epurazioni che hanno bruciato i migliori elementi di ogni generazione. (...) Questa serie di errori, che dal 1949 a oggi sono costati milioni di vite, ha raggiunto il suo culmine col massacro di Tienanmen, dopo il quale nessuna giustificazione sarà più accettabile, nessuna promessa sarà creduta.(...) Non c'è alcun dubbio ormai che i moti di Pechino, incominciati con il funerale di Hu Yaobang, sono stati la prima massiccia insurrezione popolare contro il regime comunista cinese.(...) Mao aveva imposto alla Cina un regime tutto fondato sull'ideologia a scapito dei risultati economici. Deng (nella foto) ha rovesciato la politica, mettendo da parte l'ideologia e puntando tutto sullo sviluppo, nell'illusione di poter liberalizzare il sistema economico, mantenendo immutato il sistema politico. Il risultato è stato la crescente richiesta di libertà che, soffocata una prima volta nel 1979 (con la soppressione del «muro della democrazia»), è esplosa nelle manifestazioni popolari dei giorni scorsi.*

*(...) Sballottata da una logica maoista, in cui essere poveri era una virtù, a una logica denghiana in cui «diventare ricco è glorioso», un'intera generazione di cinesi si è trovata a crescere senza eroi, senza ideali e sempre più attratta, specie nelle città, dal tipo di consumismo occidentale che la stragrande maggioranza dei cinesi non ha certo ancora modo di permettersi.”*

Tiziano Terzani, “Cina: il dio due volte fallito”, da “In Asia”, Longanesi 1998.

Sono passati venticinque anni dalla rivolta di piazza Tienanmen.

Negli occhi di coloro che furono spettatori diretti ed indiretti di quei due mesi di protesta, rimane impressa l'immagine di un giovane solo, inerme di fronte ad un carro armato. Accadeva alla fine di quella che il Governo di allora definì una rivolta controrivoluzionaria. Un uomo, che sarà da tutti conosciuto come l'uomo del carro armato, compiva un estremo atto di ribellione pacifica: solo, con le mani alzate, fronteggiava una lunga fila di carri che si muovevano in direzione della piazza Tienanmen quasi a prepararli di fermarsi dal compiere un'azione che avrebbe lacerato il cuore della nazione. Non si sa quale fu il suo destino e neppure quello di altre migliaia di persone che, in quei giorni, si unirono alla protesta degli studenti. Le dure parole di Tiziano Terzani, di oltre venticinque anni fa, denunciavano una Cina che, “prima di ritrovare l'unità e una sua via di sviluppo” avrebbe dovuto passare “altre prove e forse altri massacri”. Proteste simili a quelle di piazza Tienanmen, per dimensioni, non si sono più ripetute in Cina ma le manifestazioni di dissenso sono continuate e si sono intensificate. Da allora il Paese ha dovuto superare altre prove e la situazione attuale la vede di fronte ad una svolta storica del processo di modernizzazione.

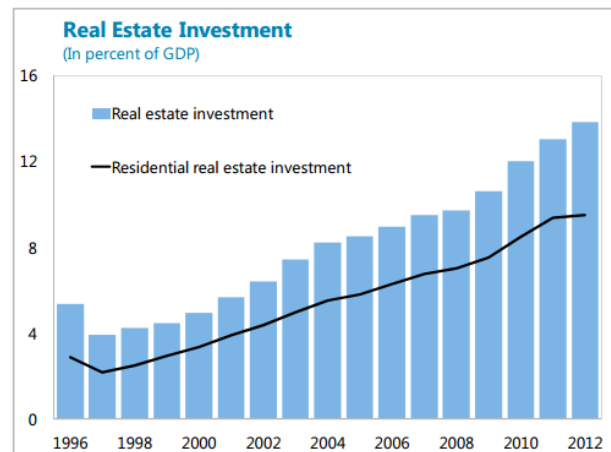
Da quel 1989 la Cina ha conosciuto uno sviluppo economico formidabile. Nel 2011 sia il PIL sia il commercio internazionale di merci cinesi pesavano più del 10% sul totale globale. Tra il 2007 e il 2010 il contributo cinese alla crescita è stato, in media, di circa il 60%. Dall'inizio della riforma economica, la nazione ha mantenuto un tasso medio annuale di sviluppo del 9,8%, con il PIL che ha raggiunto nel 2012 8,2 trilioni di Dollari USA, cioè il 52,3% di quello americano. Alla fine dello scorso aprile, uno studio dell'*International Comparison Programme* della

Banca Mondiale, afferma che la Cina potrebbe superare gli Stati Uniti già nel 2014, in base ad un sistema di raffronto basato sul costo della vita reale, ovvero sulla parità del potere di acquisto.

Oggi l'economia cinese sta rallentando e la vera domanda è se il cambio di paradigma che il Paese dovrà affrontare avverrà senza creare grossi contraccolpi o squilibri sociali politici ed economici, sia a livello domestico sia a livello globale. Su questo argomento la comunità degli investitori e degli economisti si divide tra chi pensa che questo passaggio, per quanto difficile, non metterà in pericolo l'intero sistema e chi invece ritiene che possa creare grande instabilità. Quello che sembra lecito affermare è che, proprio perché si tratta di un periodo di transizione, è presumibile supporre che la volatilità aumenti sia da un punto di vista economico sia finanziario, ma con anche delle ricadute a livello sociale.

L'importante piano di riforme presentato durante il XVIII Congresso del Partito comunista cinese sarà il tracciato all'interno del quale l'attuale *leadership* modulerà le proprie decisioni. Un impegno non trascurabile quest'ultimo, soprattutto se si pensa alla volontà di implementare le riforme in una delicata fase congiunturale. L'attuale decelerazione dell'economia cinese è, inoltre, caratterizzata da cambiamenti strutturali che, oltre ad avere un impatto sul tessuto economico, indicano nuovi sviluppi futuri. Nello specifico è importante esaminare la situazione relativa al mercato immobiliare. Gli ultimi dati ufficiali mostrano una debolezza generalizzata dei prezzi e, se ci si addentra in alcuni spaccati regionali, la discesa appare ancora più sensibile. Già due anni fa i valori degli immobili avevano subito una importante flessione, per poi riprendere. Allora la correzione era stata di carattere ciclico, come quella avvenuta nel 2008. Oggi, probabilmente, ad una debolezza legata al rallentamento economico, si aggiunge anche un elemento di carattere strutturale che investe un mercato in cui le scorte sono andate accumulandosi e per il cui smaltimento saranno necessari almeno tre-quattro anni. A livello aggregato, in prospettiva, la domanda rimane buona perché il processo di urbanizzazione e l'aumento del reddito pro-capite continuano, ma la flessione di questi mesi mostra come le dinamiche del mercato abbiano un peso maggiore rispetto al passato. Una volta all'andamento ciclico erano sempre associate misure amministrative e finanziarie introdotte dalle autorità. Questa volta la flessione è avvenuta per mancanza di equilibrio tra domanda e offerta, soprattutto per alcune città che non hanno conosciuto

lo sviluppo economico atteso. Proprio per questo motivo è presumibile supporre che gli aggiustamenti richiederanno più tempo e non saranno più guidati dal Governo, che vuole siano le dinamiche del mercato a stabilire i prezzi delle case. Cambierà anche il processo di urbanizzazione, nei modi che sino ad ora lo hanno caratterizzato e che, di recente, ne hanno dimostrato le fragilità. In termini concreti questo significa che un settore, quello immobiliare, che pesa, nella sua globalità, circa il 12% del PIL cinese, andrà ridimensionandosi, modificando così il contributo delle singole principali componenti della crescita cinese.



La debolezza del settore immobiliare ha poi dei riflessi sul sistema finanziario attraverso il canale bancario e quello dello *shadow banking*. Per il momento non ci sono segnali preoccupanti, anche se il credito non-bancario presenta diverse tipologie di prodotti che hanno esposizione al mercato immobiliare, di cui non è sempre facile quantificare il rischio. Ci sono stati alcuni casi, limitati, di prodotti *trust* che sono falliti e di alcuni che hanno avuto seri problemi di pagamento delle cedole o che hanno visto (come nei primi mesi dell'anno) l'intervento in salvataggio da parte di una banca. Per il momento la risposta del sistema è stata quella di evitare qualsiasi situazione di panico sul mercato, garantendo agli investitori il rimborso del valore nominale investito. Nel futuro è presumibile supporre che simili salvataggi saranno valutati con maggior attenzione e che sarà ponderata l'opportunità che possano scattare. Le stesse autorità sono consapevoli che, al fine di rendere il mercato più efficiente e gli investitori più consapevoli, è necessario limitare gli interventi, per non alimentarne il rischio morale. All'interno dello *shadow banking* il segmento dei *trust product* è quello più difficile da comprendere perché poco trasparente e fonte di continui timori, soprattutto

perché non è sempre chiaro su chi ricada il rischio di questi prodotti. Va però ricordato che le *trust company* che prestano ad aziende che non hanno ricevuto un finanziamento bancario, impongono parametri molto severi ai loro mutuatari. Nello specifico, il rapporto del mutuo in relazione al valore dell'immobile è solitamente del 30-35% (più basso del livello solitamente registrato nel settore bancario), i prestiti sono strutturati con un contratto di riacquisto e con un processo di incasso degli attivi ipotecari più agevole di quelli bancari in caso di sofferenze. È però corretto sottolineare come, a causa del rallentamento economico, le condizioni in cui operano le *trust company* stiano peggiorando e l'esposizione al mercato immobiliare è un aspetto da non sottovalutare.

remunerativi, in termini di ritorno sul capitale investito e che hanno creato sacche di eccesso di capacità produttiva. Per queste aziende pagare gli interessi passivi sta diventando sempre più oneroso così come l'eccesso di capacità sta distruggendo la capacità delle imprese di servire il debito e, in fase di rallentamento economico, la situazione non può che aggravarsi. Per il momento le sofferenze rimangono contenute perché alcune di queste aziende, a partecipazione statale (i.e. *State Owned Enterprise, o SOE*), godono di un'implicita garanzia governativa che permette il continuo flusso di credito. Nel momento in cui ciò dovesse interrompersi, le aziende in questione sarebbero costrette a denunciare la loro situazione patrimoniale e le banche a riconoscere il reale stato dei crediti. È questo uno dei motivi per cui il Governo ha in programma una riforma delle SOE che permetterebbe un rafforzamento del tessuto sia economico sia finanziario della Cina, ma i cui tempi di realizzazione non possono essere immediati, visto gli impatti che potrebbero avere sul sistema. Ancora una volta c'è bisogno di tempo, come sempre quando si parla di riforme, come condizione ancor più vincolante quando si parla di Cina e di una nazione con 1,2 miliardi di abitanti.



Il mercato del credito, in Cina, ha registrato una crescita esponenziale dopo lo scoppio della crisi finanziaria globale. Il debito totale rispetto al PIL, nel 2013, è salito al 234% rispetto al 150% nel 2008. L'aumento maggiore è stato fatto registrare dalla componente delle imprese, in particolare manifatturiere, che hanno utilizzato le strutture finanziarie alternative a quelle bancarie per sostenere e sviluppare le loro attività (*shadow banking*). Anche le sofferenze sono in aumento. Ufficialmente sono circa l'1% degli impieghi bancari totali, nonostante questi ultimi siano aumentati molto rapidamente. Il dubbio è che ci sia una sottostima del fenomeno. Il problema, come precedentemente accennato, non riguarda né il debito pubblico né quello delle famiglie, entrambi contenuti, bensì quello delle imprese che hanno a volte investito in progetti non sempre

Per far fronte al rallentamento economico o al "cambio di marcia" del tasso di crescita, come lo si voglia chiamare, il Governo sta adottando una diversa strategia di intervento. Negli ultimi due mesi sono stati lanciati "mini programmi di stimolo" con la finalità di proteggere l'economia da possibili scivoloni al ribasso e creare un insediamento che permetta la creazione di circa dieci milioni di nuovi posti di lavoro, necessari a mantenere stabile il mercato della mano d'opera. In concomitanza con questi piani di dimensione contenuta, circoscritti a singoli e ben identificati progetti, con un impatto diretto sul tessuto economico, la Banca Centrale ha lanciato una serie di misure monetarie atte a favorire la circolazione di liquidità nel sistema con operazioni mercato aperto, di rifinanziamento e di interventi non sterilizzati sul mercato dei cambi. La *People's Bank of China*, che ha anche invitato le banche ad accelerare le istruttorie per l'accensione di mutui e a mantenere i tassi a livelli "ragionevoli", ha iniziato a condurre una politica monetaria che alcuni definiscono "*Chinese style quantitative easing*". Tutto questo ha una verosimile lettura: il Governo non vuole più compiere gli errori del passato con importanti piani di sostegno all'economia ma, poiché è consapevole del potenziale rischio al ribasso per la crescita, sa di dover intervenire e di doverlo fare con modalità diverse.

Il recente indicatore *HSBC/Markit PMI* manifatturiero, nella lettura preliminare di giugno, ha fatto registrare un recupero generalizzato dell'attività, risalendo sopra il livello di 50, spartiacque tra espansione e contrazione economica. Il risultato, superiore alle attese del mercato, mostra che le politiche di stimolo del Governo stanno sortendo i loro effetti, tanto che il premier Li Keqiang (*nella foto*) non parla più di crescita intorno al 7,5% ma si dichiara fiducioso di raggiungere l'obiettivo del 7,5%. Il compito però rimane impegnativo, nonostante il recupero di alcuni indici anticipatori, e necessita di continui ma equilibrati incentivi da parte della autorità. Mantenere un determinato tasso di crescita è una condizione fondamentale perché il Governo possa continuare il cammino delle riforme e le riforme sono indispensabili perché il cambio di paradigma in Cina possa compiersi con successo. E questo aspetto conta più di quanto non valga il possibile superamento degli Stati Uniti da parte della Cina, come ipotizza lo studio della Banca Mondiale prima menzionato.

Il grido di denuncia di Tiziano Terzani, all'indomani della rivolta di piazza Tienanmen, fu un grido di dolore nel veder delegittimato e fallito il sogno di un popolo che, con durissime lotte, era riuscito ad unificare il Paese. Il dolore era probabilmente ancor più grande perché in quella piazza, venticinque anni fa, veniva zittita la parte giovane della popolazione, quella che avrebbe dovuto costruire il futuro della nazione. Gli anni successivi hanno visto una nazione lanciata verso un incredibile sviluppo economico che ha portato maggior benessere anche tra la popolazione che, insieme agli studenti, protestava allora nelle



strade. Ma oggi come allora, la Cina non è riuscita ad elaborare un progetto alternativo di società, oggi come allora chi protesta non ha un progetto comune, così come manca un tessuto comune in cui tutta la popolazione cinese possa trovare i propri riferimenti culturali e in cui possa riconoscersi. La leadership cinese è consapevole che l'attuale fase di transizione economica deve essere accompagnata anche da una rifondazione dei valori che uniscono una nazione. Bisogna che la Cina trovi nuovi eroi e ideali su cui costruire il "sogno cinese", per usare le parole di Xi Jinping (*nella foto*); un collante indispensabile perché, pensando al futuro del paese, il solo cambiamento delle politiche di sviluppo non può più bastare.

*Aletti Gestielle SGR*

Milano, 1 luglio 2014

**Disclaimer**

La presente pubblicazione è distribuita da Aletti Gestielle SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Aletti Gestielle SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenute ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Aletti Gestielle SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia *contra legem* se rivolta alle suddette persone.

Né Aletti Gestielle SGR né alcuna società appartenente al Gruppo Banco Popolare potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione non può essere riprodotta se non previo espresso consenso scritto di Aletti Gestielle SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale.

La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Aletti Gestielle SGR e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Aletti Gestielle SGR ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. In nessun caso e per nessuna ragione, le opinioni riportate nella presente comunicazione possono ritenersi vincolanti per Aletti Gestielle SGR nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione.

I dati citati nella presente pubblicazione sono di pubblico dominio e/o reperiti su fonti accessibili (stampa, televisione, internet) o tali da non precludere la diffusione al pubblico.

Aletti Gestielle SGR SpA - Via Tortona 35, Milano.