

Pechino ha fame di capitali dall'estero e Trump lo sa

Marcello Minenna

4 marzo 2019

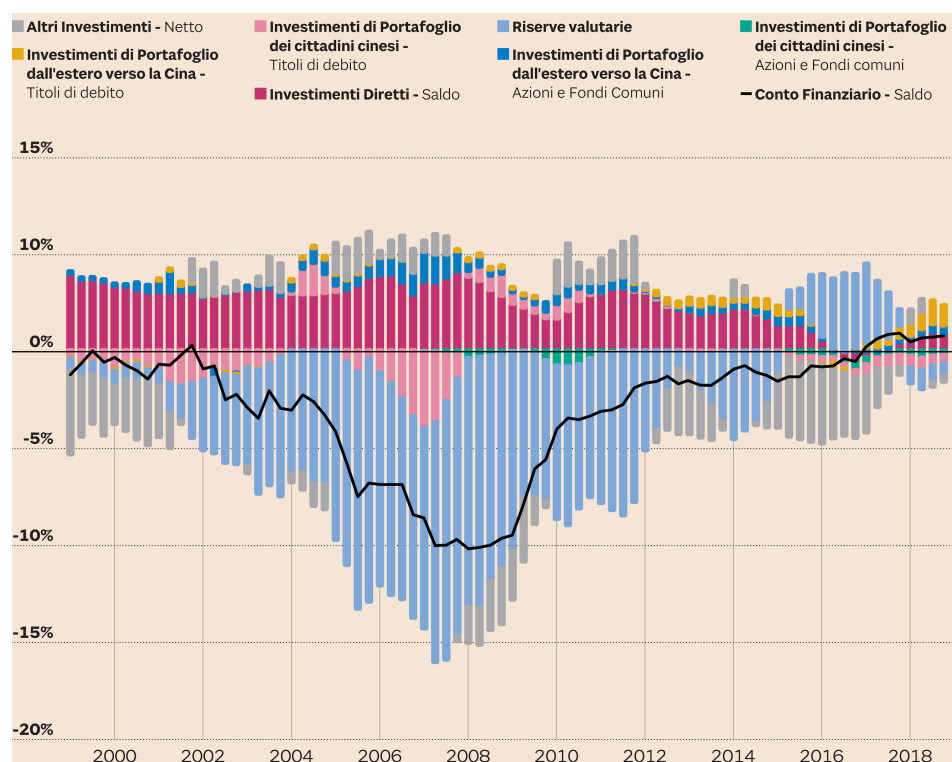
Dagli ultimi dati emerge come la congiuntura economica mondiale stia peggiorando molto rapidamente in Asia: Cina e Giappone hanno mostrato in sincronia una flessione marcata dell'attività industriale a gennaio 2019 che rivela la stretta dipendenza dell'economia giapponese dall'andamento di quella del suo ingombrante vicino. I problemi della Cina non sono solo connessi alla produzione; di recente anche gli equilibri finanziari con l'estero della seconda economia globale stanno mostrando segni di fragilità ed una crescente interdipendenza dall'afflusso di capitali esteri.

Per capire cosa stia realmente succedendo è necessario osservare da vicino la struttura della bilancia dei pagamenti cinese, che registra la tipologia di transazioni sottostanti ai movimenti di capitali. Il primo fenomeno che balza agli occhi è la riduzione tendenziale dell'avanzo delle partite correnti, che dai livelli record pre-crisi (fino a 10% del Pil) ha raggiunto quasi la parità alla fine del 2018. Per l'anno in corso, la banca d'investimento Morgan Stanley prevede il primo deficit delle partite correnti della Cina dal 1993, quando l'indicatore fu negativo solo per pochi mesi. Si tratta di un cambio strutturale per l'economia del Dragone che avrà profonde conseguenze anche per il resto del mondo.

DECOMPOSIZIONE DEL SALDO DELLE PARTITE CORRENTI

Dati in % del Pil, media mobile su 4 trimestri

Fonte: China State Administration for Foreign Exchange



La riduzione dell'afflusso di capitali verso la Cina è ricollegabile innanzitutto ad una riduzione dell'avanzo commerciale (Figura 1, barre rosse) . Si tratta di un trend di lungo periodo che ha cause molteplici: da un lato l'erosione della competitività cinese sui mercati mondiali a causa dell'aumento dei salari e della crescita della concorrenza estera sulla produzione manifatturiera a basso costo (ad es. il Sud-Est asiatico) e dall'altro la crescente dipendenza dall'importazione di petrolio e materie prime con prezzi volatili. Si nota in maniera interessante come la svalutazione dello Yuan del 2015 e l'abbandono del cambio fisso con il Dollaro abbiano impresso una crescita del surplus commerciale nel breve termine, insieme ad un riallineamento competitivo. Questo effetto è stato però di breve termine e dal 2016 l'erosione del surplus commerciale cinese è ripresa nonostante la debolezza relativa dello Yuan.

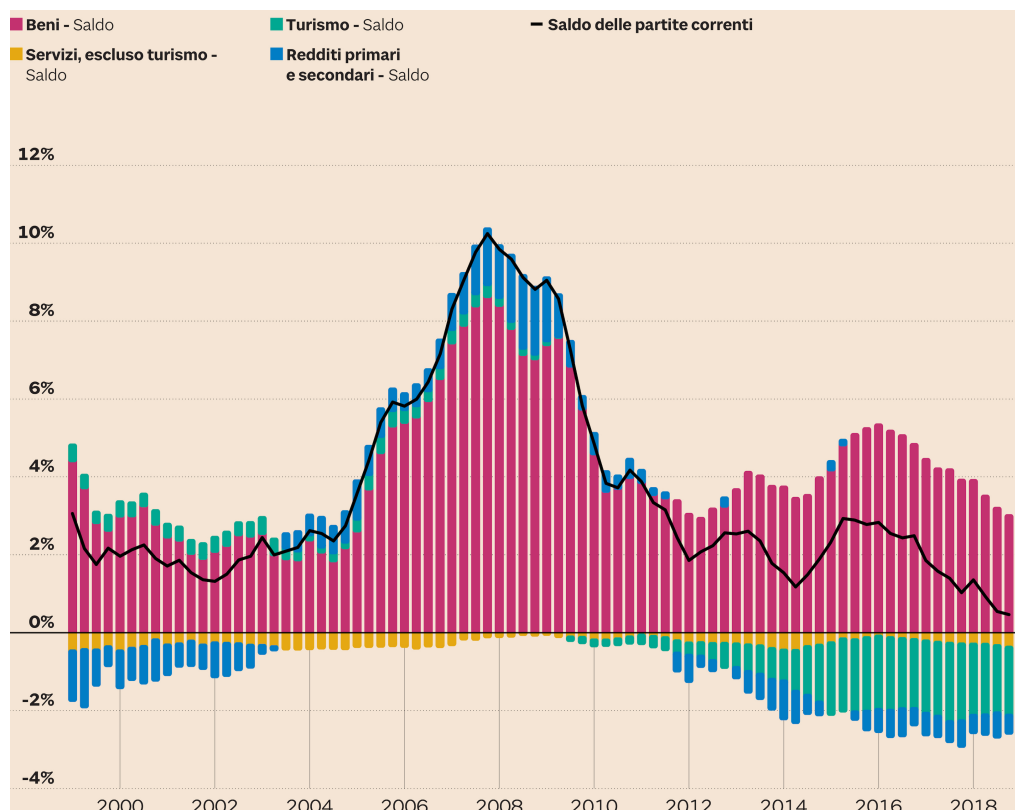
Il secondo fenomeno di rilievo è il crescente deflusso di capitali connesso con l'aumento del turismo internazionale dei cittadini cinesi (Figura 1, barre verdi), che ha raggiunto la ragguardevole dimensione del 2% del PIL. Certamente l'aumento del reddito disponibile di una classe media in espansione è una possibile spiegazione, ma è più verosimile che la motivazione principale di questi viaggi dei cittadini cinesi sia proprio il deposito (legale) di valuta all'estero per la quota massima concessa dal governo (attualmente circa 50.000\$ all'anno).

La riduzione a zero del surplus delle partite correnti ha implicazioni di rilievo anche sul saldo dei flussi finanziari della bilancia dei pagamenti della Cina, dato che per definizione la somma dei due saldi, del conto capitale e di eventuali errori ed omissioni deve essere pari a zero.

DECOMPOSIZIONE DEL CONTO FINANZIARIO

Dati in % del Pil, media mobile su 4 trimestri

Fonte: China State Administration for Foreign Exchange



Difatti si osservano notevoli cambiamenti nella struttura del conto finanziario: l'enorme accumulo delle riserve valutarie connesso al surplus commerciale, che

negli anni di boom avveniva al ritmo del +15% annuo del PIL ed aveva raggiunto al picco il valore di 4.000 miliardi di \$, si è ormai esaurito (Figura 2, barre blu). Dal 2015 la Cina sperimenta un drenaggio delle riserve per via della strategia di difesa del tasso di cambio messa in atto dalla Banca Centrale. La People Bank of China (PBOC) vende cioè titoli esteri (prevalentemente Treasuries USA) per acquistare Yuan, sostenendo artificialmente la domanda di valuta nazionale e quindi il tasso di cambio con il Dollaro. In altri termini il cambio Yuan/ Dollaro, che comunque si è indebolito del 7% circa in 3 anni, sarebbe stato molto più elevato in assenza degli interventi della PBOC.

Gli investimenti diretti cinesi verso l'estero (Figura 2, barre rosse), che erano rimasti costanti in percentuale al PIL fino al 2015, sono stati sostanzialmente azzerati dal 2016 per via dell'imposizione di rigidi controlli sulle esportazioni di capitali. Anche gli afflussi dovuti ai prestiti ed alle linee di credito estere delle banche cinesi (la componente principale del conto Altri investimenti, Figura 2 barre rosa) si sono contratti dopo la stretta normativa ed il tentativo di deleveraging del settore bancario intrapreso dalle autorità.

A fronte dell'inaridimento delle fonti tradizionali di capitali, negli ultimi anni Pechino ha incoraggiato la crescita degli investimenti di portafoglio dall'estero nel settore privato non finanziario. I risultati di questo sforzo di internazionalizzazione finanziaria della manifattura non si sono fatti attendere: nel 2018 la voce preminente del conto finanziario cinese era l'investimento dall'estero in titoli di debito di aziende cinesi (Figura 2, barre arancioni); in subordine gli investimenti in azioni e fondi comuni (Figura 2, barre celesti). Sta crescendo insomma il debito estero del settore privato non finanziario, e questo rende l'equilibrio dei saldi finanziari più dipendente dagli umori ballerini degli investitori istituzionali stranieri. Questi investimenti di portafoglio sono infatti molto volatili e dipendenti dall'andamento di variabili quali i tassi di interesse, di cambio e dalla direzione della politica monetaria delle principali banche centrali.

Con la riduzione dello strapotere commerciale e la crescente interconnessione finanziaria della propria manifattura con la finanza mondiale, gli equilibri dell'economia cinese diventano più fragili e si riducono i margini di manovra delle istituzioni, governo e banca centrale in primis. LA PBOC infatti ha meno flessibilità nella gestione del tasso di cambio dopo l'ammissione all'interno del paniere della valute di riserva del FMI; la richiesta delle istituzioni monetarie mondiali e dei principali partner commerciali è quella di una duratura stabilità del valore dello Yuan. Il governo d'altro canto ha una necessità crescente di incentivare l'afflusso di capitali dall'estero mentre crescono le pressioni dagli USA per una modifica - in senso sfavorevole - degli accordi commerciali. Per dare una scossa ad un'economia in rallentamento resta la leva fiscale: potrebbero arrivare nei prossimi mesi misure di stimolo in termini di taglio di tasse e tariffe sui servizi pubblici per 300 miliardi di \$, insieme all'autorizzazione per i governi locali ad emettere altro debito (per lo più verso l'estero) per ulteriori 300 miliardi.

Dopo tanti proclami sulla necessità di conversione della Cina da "fabbrica del mondo" a paese consumatore ed integrato con la finanza globale, sembra finalmente che l'economia del Dragone stia cambiando volto molto in fretta. Ma non nella direzione prevista e con effetti collaterali imprevedibili.

* Economista
@MarcelloMinenna