

14 novembre 2022

Il Sole **24 ORE**

SI INTENSIFICA LA FUGA DI CAPITALI DALLA CINA

di Marcello Minenna

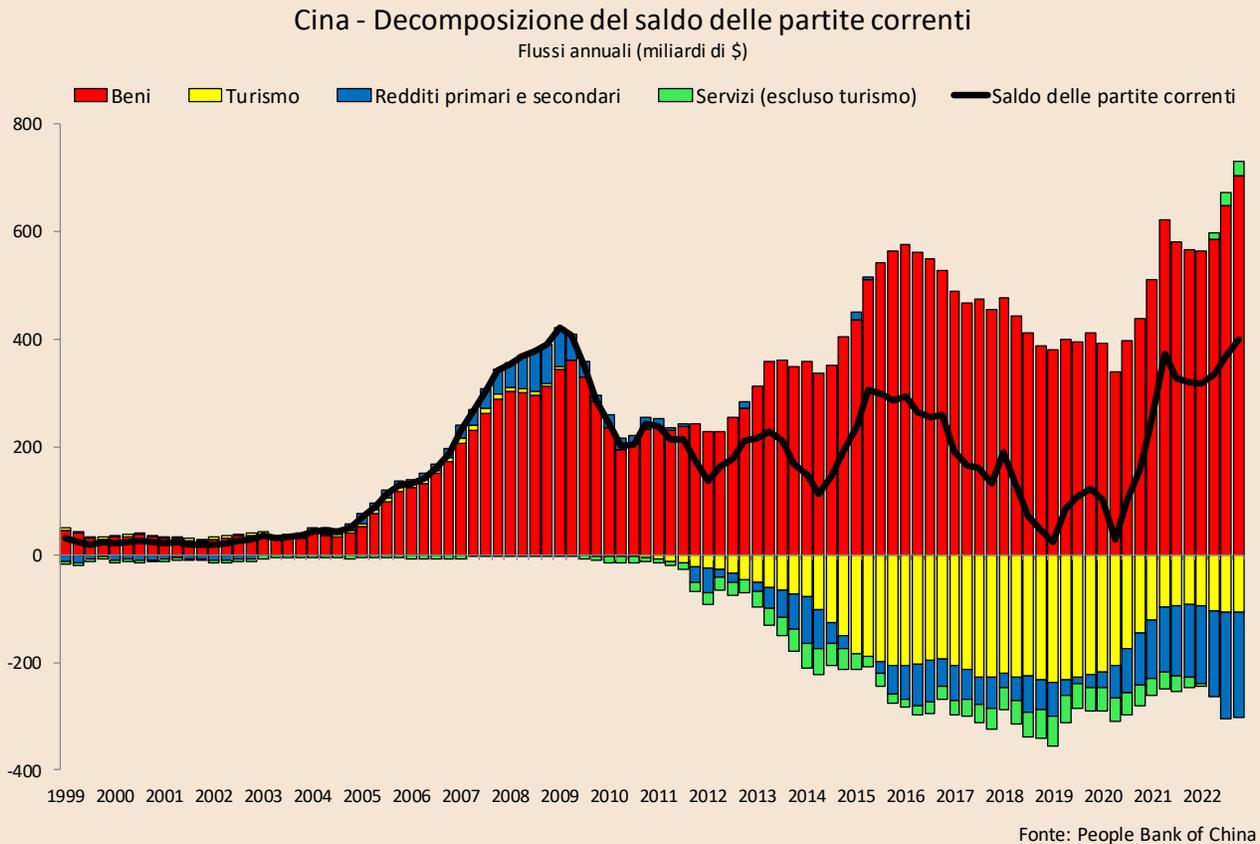
Dopo il lungo silenzio radio nella pubblicazione di dati economici durante il congresso del Partito e la laboriosa rielezione di Xi Jiping, la Cina torna in parte a trasmettere informazioni con gli aggiornamenti della bilancia dei pagamenti (sembra che i dati sul PIL possano attendere, a tempo indefinito).

Le notizie non sono buone: l'economia cinese zoppica e gli investitori – sia internazionali che domestici – stanno cercando di trasferire liquidità all'estero con tutti i mezzi, leciti e non. Diversi analisti sono convinti che l'impatto combinato del posizionamento ambiguo della Cina nel conflitto russo-ucraino e dei *lockdown* di massa a tempo indeterminato stiano minando pesantemente la fiducia degli investitori nell'economia cinese. Ma non è solo geopolitica: l'attrazione gravitazionale del super dollaro sta influenzando inesorabilmente l'attrattività degli investimenti in Cina.

SURPLUS COMMERCIALE RECORD, MA LE IMPORTAZIONI RISTAGNANO

Apparentemente, i dati sembrano ottimi: il *surplus* delle partite correnti ha raggiunto i livelli record osservati soltanto nel periodo antecedente la crisi finanziaria internazionale del 2008-2009. Il risultato è stato raggiunto nonostante i deflussi di liquidità dovuti al turismo (barre gialle in Figura 1) ed agli esborsi di interessi sugli investimenti da/verso l'estero, diretti e di portafoglio (barre celesti), abbiano raggiunto la ragguardevole cifra di 300 miliardi di € nel terzo trimestre 2022, un segnale della crescente integrazione del sistema finanziario cinese con quello internazionale.

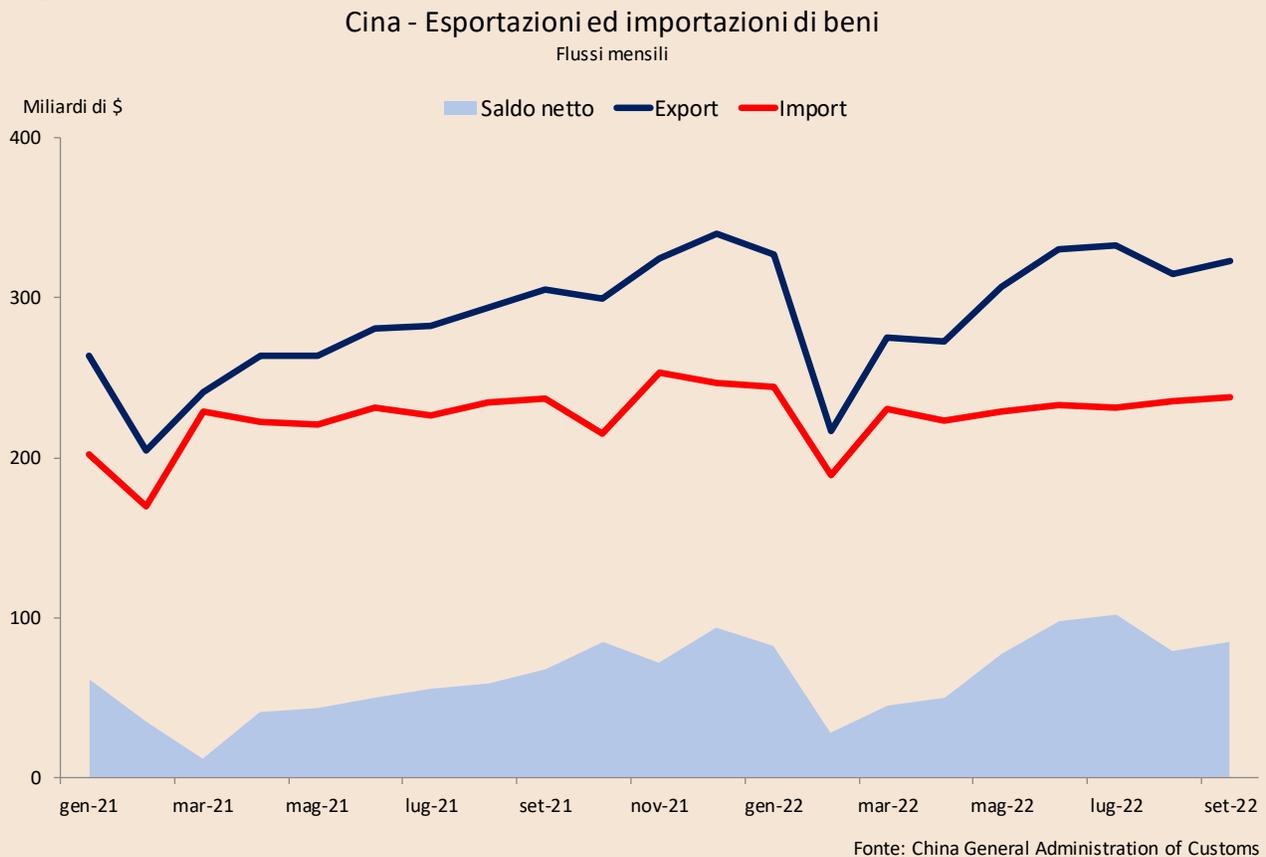
Figura 1



Le ragioni vanno cercate nell’eccezionale saldo della bilancia commerciale dei beni (barre rosse), in crescita quasi ininterrotta dall’esplosione della pandemia da *coronavirus*, che ha confermato la posizione dominante dell’economia cinese come “fabbrica del mondo” e tra i pochi Paesi usciti vincenti dalla fase acuta della crisi. Tuttavia l’*exploit* delle esportazioni ha trainato l’evoluzione del saldo solo fino ad inizio anno; dopo il grande *lockdown* di Shangai della primavera 2022 il contesto è strutturalmente cambiato (vedi Figura 2).

L’inasprimento della politica di *zero Covid* a livello nazionale ha sostanzialmente “congelato” le importazioni di beni dall’estero. Le esportazioni, colpite duramente dal grande *shock* della chiusura prolungata del porto di Shangai, hanno fatto fatica a recuperare i livelli raggiunti nel 2021, anche per la riduzione della domanda globale di attrezzature mediche/sanitarie che aveva trainato la crescita nel biennio precedente.

Figura 2



In altri termini, ora la crescita del *surplus* commerciale non appare fondata su premesse positive, ma su una frenata consistente dell'economia domestica, zavorrata dai *lockdown* ripetuti e dal significativo calo delle quotazioni dei beni immobiliari, che rappresentano il 70% della ricchezza dei consumatori cinesi.

CAPITALI IN CERCA DI USCITA DALLA CINA CON TUTTI I MEZZI: LECITI O ILLECITI

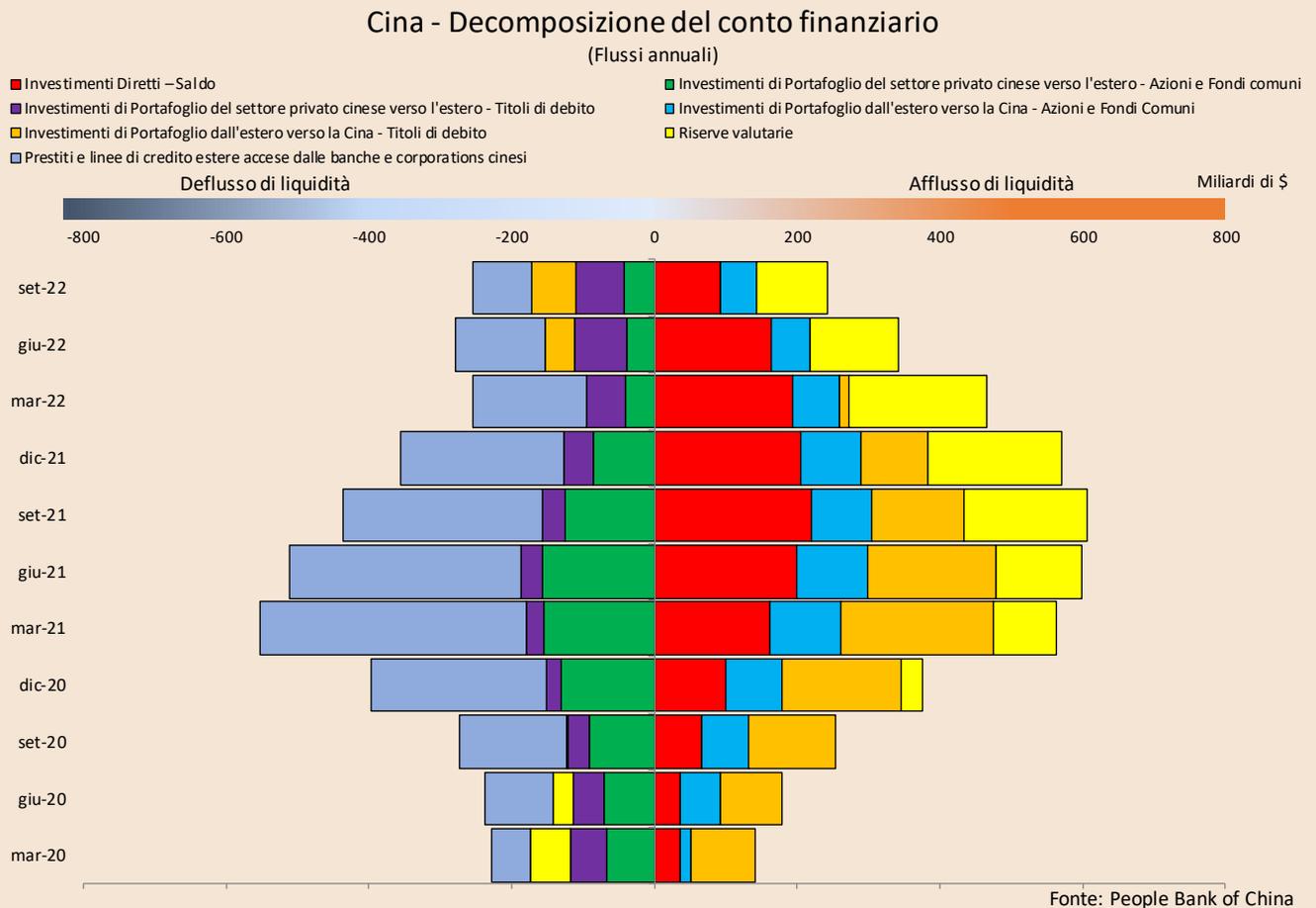
Anche la crescita sostenuta dei deflussi di liquidità non è frutto solo della migliore interconnessione del sistema finanziario cinese con quello globale, ma dipende da altri fattori meno positivi.

Per capire meglio la destinazione d'uso della liquidità in ingresso/uscita dalla Cina, è utile fare riferimento al saldo gemello rispetto a quello corrente, il conto finanziario della bilancia dei pagamenti. Per definizione la somma dei

due saldi, del conto capitale e di eventuali errori ed omissioni deve essere pari a zero.

Nel mondo “allo specchio” del conto finanziario, un investimento in attività estere del settore privato cinese è contabilizzato come deflusso di liquidità, un disinvestimento viceversa. Parimenti, un investimento estero in attività cinesi è considerato un afflusso di liquidità, un disinvestimento viceversa (vedi Figura 3).

Figura 3



I dati mostrano dall’avvio della crisi pandemica un costante deflusso netto di liquidità verso l’estero, speculare al grande *surplus* delle partite correnti. A cambiare significativamente è però la struttura di questi deflussi. Vediamo in dettaglio.

Nel periodo che va dalla seconda metà 2020 a tutto il 2021, il deflusso netto di liquidità è stato guidato mediamente dall’accumulo di riserve valutarie ufficiali

(barre gialle), dal *boom* dei prestiti effettuati e delle linee di credito concesse dalle banche e *corporations* cinesi sul mercato interbancario globale (barre celesti) e dall'esposizione del settore privato cinese verso azioni e fondi di investimento esteri, plausibilmente USA (barre verdi).

Parte di questi flussi finanziari sono stati compensati da afflussi dall'estero, soprattutto tramite investimenti diretti (barre rosse, circa 200 miliardi di \$ a trimestre), ma anche in acquisizioni di *asset* finanziari. È stata notevole la crescita degli investimenti esteri nel settore privato non finanziario cinese: prevalentemente obbligazioni (barre arancioni), ma anche azioni (barre blu), soprattutto nella seconda parte del 2021. viceversa (vedi Figura 3).

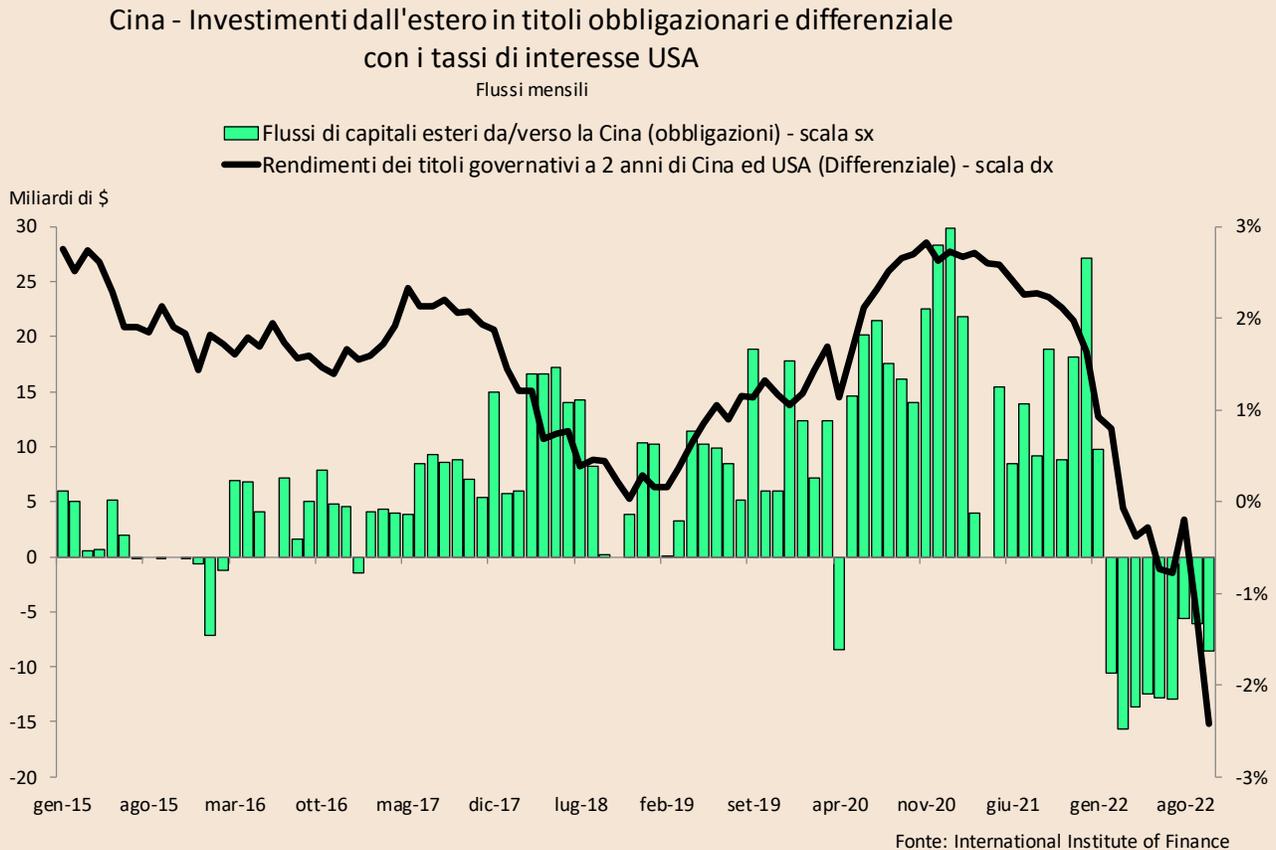
Si nota bene come nel 2022 ci sia un netto cambio di registro: il settore privato domestico (sia finanziario che non) inizia un rapido *deleveraging* della propria esposizione, mentre gli investitori esteri ritirano i propri investimenti dagli *asset* finanziari cinesi. Da giugno i flussi annuali registrati sul mercato obbligazionario (le barre arancioni) passano addirittura in territorio negativo, segnalando una vera e propria fuga in atto dalla Cina.

Ne risentono anche l'accumulo di riserve valutarie (che nei dati mensili ha già cominciato a decrescere) ed addirittura gli investimenti diretti, cavallo di battaglia dell'integrazione dell'economia cinese in quella globale.

Effettuiamo un ulteriore approfondimento sul dato del mercato obbligazionario, che ha evidenziato i movimenti più ampi negli ultimi mesi (vedi Figura 4).

Il ciclo di espansione degli investimenti, che era partito nella primavera 2020, si esaurisce ad inizio 2022. Da febbraio gli investitori esteri hanno iniziato a liquidare la propria esposizione in titoli di debito cinesi, prevalentemente governativi o di banche pubbliche.

Figura 4



Tra marzo e maggio oltre 30 miliardi di \$ hanno lasciato il Paese verso *asset* ritenuti più sicuri a seguito dell'esplosione del conflitto russo-ucraino.

Dall'estate 2022 assumono sempre più importanza ragioni di opportunità finanziaria: questi flussi di portafoglio sono infatti molto volatili e dipendenti dall'andamento di variabili quali i tassi di interesse e di cambio e dalla direzione della politica monetaria delle principali banche centrali.

Al fine di evidenziare l'attrattività finanziaria, la Figura 4 mette in relazione l'andamento dei flussi con il differenziale di rendimento tra *Treasuries* USA e titoli governativi cinesi. C'è un'evidente correlazione diretta tra le grandezze: in periodi di normalità: i flussi verso gli *asset* cinesi aumentano se cresce lo *spread* con gli USA e viceversa. Da metà 2021, la riduzione del differenziale per via del ciclo di aumento dei tassi di interesse negli USA e la politica monetaria

accomodante cinese spiegano la tendenza a ridurre l'esposizione estera sulla Cina (anche se non il crollo improvviso di marzo-aprile).

A metà 2022 la riduzione del differenziale di rendimento si stabilizza brevemente e questo pare sufficiente a ridurre il deflusso di liquidità verso l'estero. Tuttavia da agosto l'accelerazione imposta dalla *Federal Reserve* nel ritmo di rialzo dei tassi ha fatto precipitare il differenziale Cina-USA, restituendo linfa alla fuga di capitali.

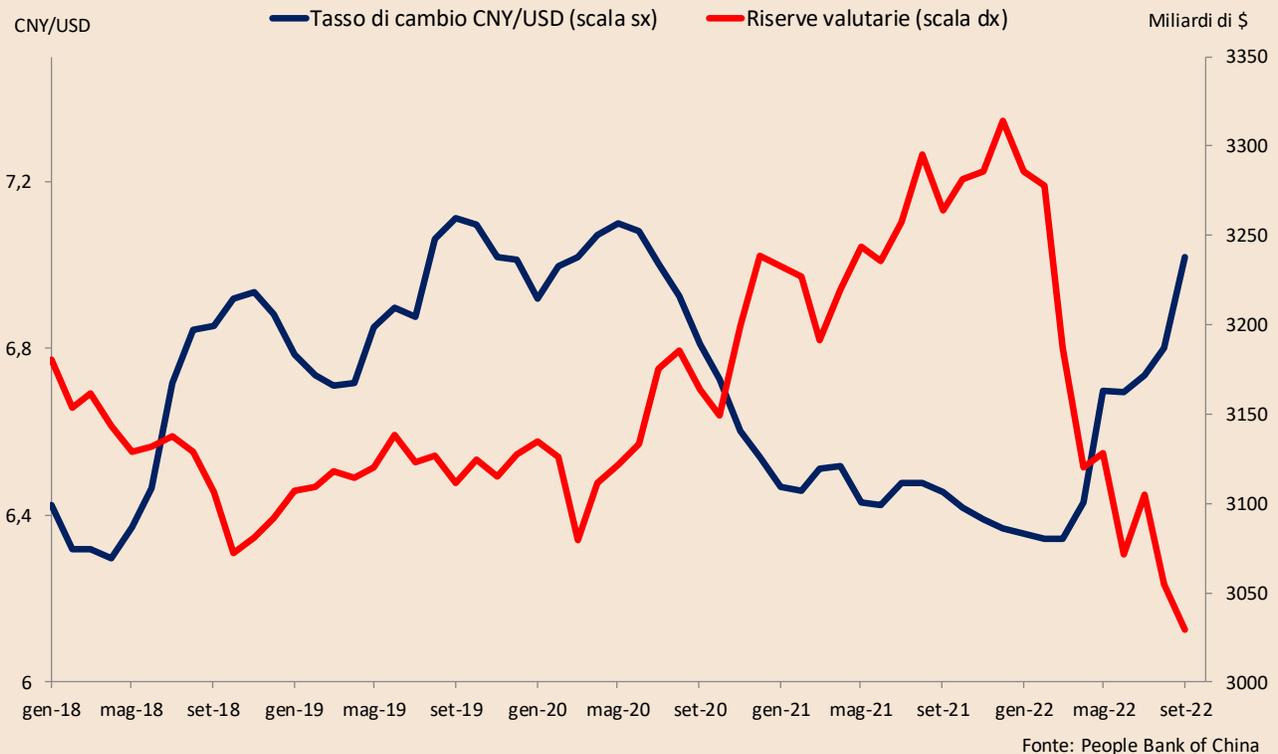
Infine, c'è il fondato sospetto che una quota crescente di capitali stia eludendo gli stretti controlli imposti dal governo all'esportazione di valuta attraverso metodi illeciti. Spia di questo fenomeno è la tendenza alla crescita della posta contabile "Errori ed Omissioni" nella bilancia dei pagamenti, che in genere riporta solo gli scarti residuali tra conto delle partite correnti e conto finanziario dovuti a normali errori di misurazione. Negli ultimi trimestri sembra che una quota crescente di liquidità che appare nelle partite correnti non determini un movimento speculare del conto finanziario, "sparendo" dai radar contabili.

LA DEBOLEZZA DEL TASSO DI CAMBIO E L'EROSIONE DELLE RISERVE VALUTARIE

Il tasso di cambio Yuan/dollaro ha subito i contraccolpi del nuovo regime caratterizzato da una più bassa crescita economica ed un costante deflusso di liquidità dagli *assets* finanziari cinesi verso il dollaro. Da metà aprile ad oggi il cambio è passato da 6,3 ad oltre 7 Yuan per dollaro, un deprezzamento importante del 10%, comunque contenuto dall'attivismo della banca centrale (*People Bank of China*, PBOC). La PBOC infatti è intervenuta più volte sui mercati, utilizzando le enormi riserve valutarie per accrescere artificialmente la domanda di Yuan. Non sorprendentemente, gli *stock* di riserve sono in declino dell'8% da inizio 2022 (linee blu in Figura 5).

Figura 5

Andamento del tasso di cambio Yuan/Dollaro e riserve valutarie della banca centrale cinese



Nei prossimi mesi c'è da attendersi un'intensificazione delle pressioni al ribasso sul cambio per via dell'ampliamento del *gap* tra i tassi USA (costantemente in crescita) e quelli cinesi, tenuti artificialmente costanti. La PBOC ha consolidato lo stimolo monetario, riducendo i coefficienti di riserva obbligatoria per le banche, nel tentativo di stimolare i prestiti alle famiglie e, soprattutto, alle imprese più colpite come quelle della logistica. Una misura espansiva che di sicuro ha spinto al ribasso il tasso di cambio, con effetti poco percepibili sull'economia reale. Anzi, molti analisti dubitano che misure classiche di stimolo monetario e fiscale (tra cui uno sconto fiscale alle piccole imprese) possano funzionare in quella che è *de facto* una *lockdown*-economy dove ad essere inibito alla fonte è proprio il numero di transazioni commerciali.

LA RELAZIONE TRA GERMANIA E CINA È SEMPRE PIÙ CENTRALE (PER I TEDESCHI)

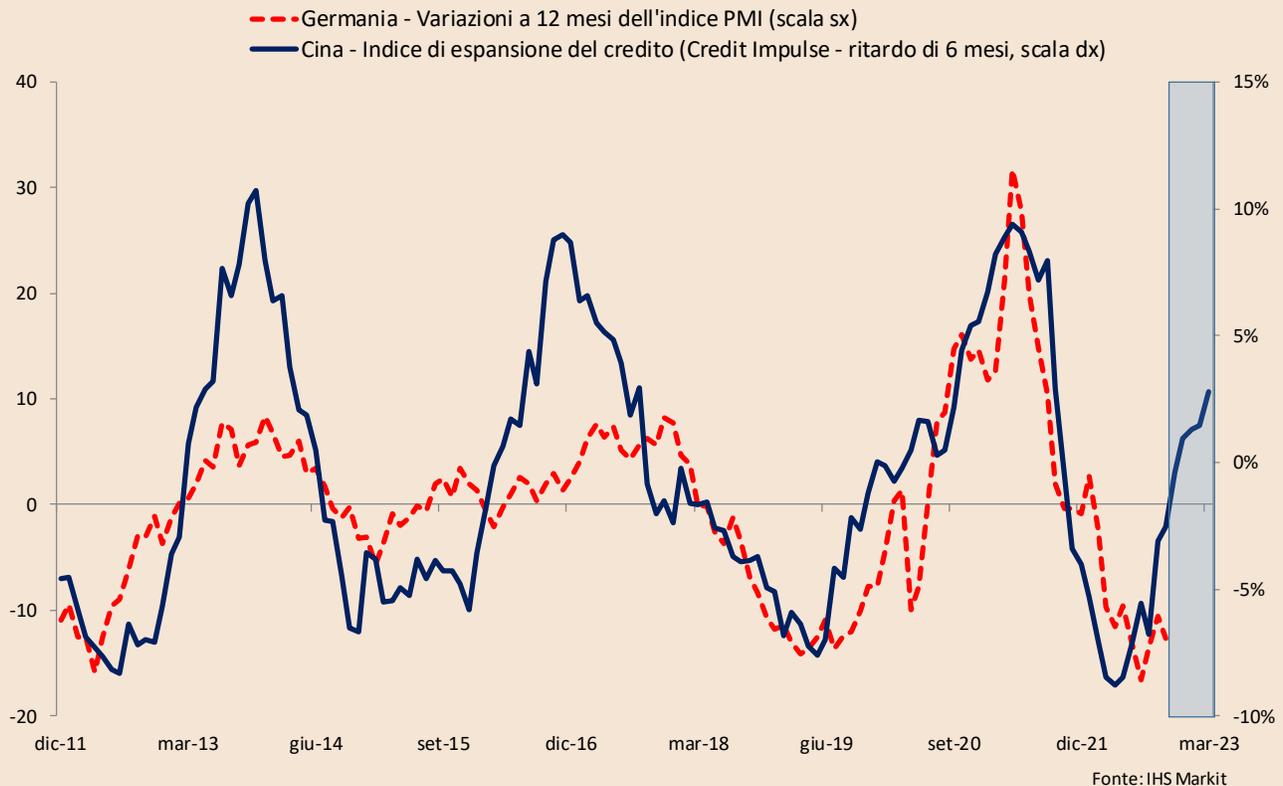
Gli effetti dell'inceppamento della locomotiva cinese stanno paradossalmente favorendo la gestione della crisi energetica nelle economie sviluppate, grazie all'effetto della compressione dei consumi cinesi (soprattutto energetici) sui prezzi delle materie prime. Una reale ripartenza dell'economia del dragone potrebbe significare un rapido riaccendersi delle tensioni inflazionistiche a livello globale.

Certo, dal lato della domanda, l'interdipendenza dei cicli economici tra Germania (e *de facto* Europa) e Cina è sempre più stretta (vedi Figura 6), ed un recupero dei mercati cinesi avrebbe un effetto benefico sulla manifattura europea, peraltro considerando la debolezza dell'Euro come ulteriore fattore di stimolo. Il recente viaggio del *premier* tedesco Sholz a Pechino sottende ad una visione strategica di lungo periodo delle relazioni commerciali con la Cina che superi le attuali tensioni geopolitiche dovute al conflitto.

La Figura 6 mette in relazione il ciclo di espansione del credito in Cina (in gergo tecnico il *credit impulse*, riportato con un *lag* di 6 mesi) connesso alla politica monetaria di Pechino con le variazioni a 12 mesi dell'indice dell'attività manifatturiera delle imprese tedesche. In altri termini, un aumento del credito ad imprese e consumatori in Cina tende a provocare, con un ritardo di circa 6 mesi, una variazione contestuale dell'attività delle imprese tedesche attraverso un aumento delle esportazioni verso la Cina. Se si considera che la relazione che lega questa due variabili è indiretta e diluita nel tempo, nell'ultimo decennio lo stimolo monetario all'economia cinese si mostra in crescente correlazione con un'espansione dell'attività industriale in Germania.

Figura 6

La dipendenza dell'export tedesco dalla domanda domestica cinese



In un contesto normale, la ripresa del ciclo creditizio in Cina dovrebbe implicare che il peggio per la manifattura europea è alle spalle. C'è da capire se questa relazione storica rimarrà valida nonostante la crisi energetica in atto, il rischio di peggioramento delle pressioni inflazionistiche e quello di ulteriori *escalation* del conflitto in Europa. In questa prospettiva, qualche dubbio per il prossimo inverno è giustificabile.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali