

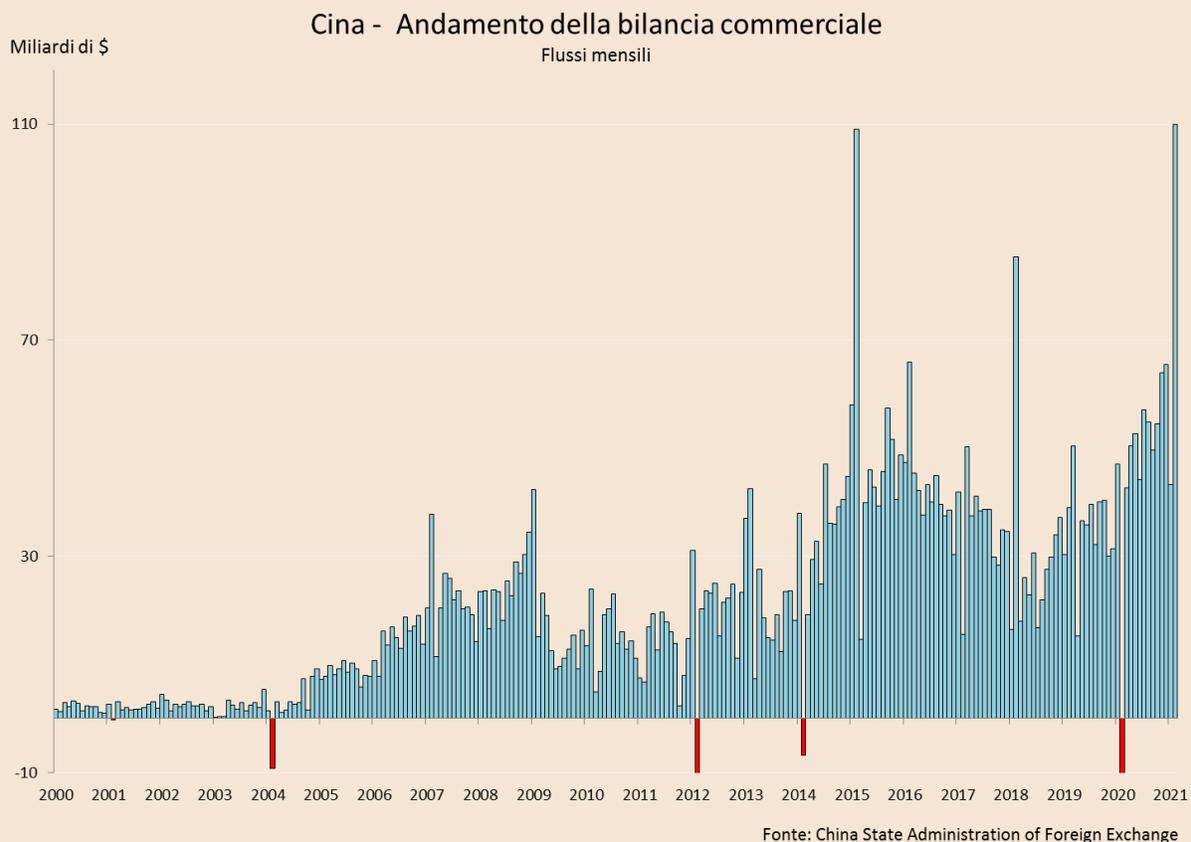
31 maggio 2021

IL MIRACOLO DELL'EXPORT CINESE AL MICROSCOPIO

di Marcello Minenna

Le esportazioni del dragone cinese hanno di nuovo spiccato il volo. Per l'undicesimo mese di fila il volume di scambi da/per la Cina è salito anno su anno, con una crescita del 32,4% delle esportazioni e dell'42,5% delle importazioni. Questo implica che dopo anni di declino, il peso cinese nel commercio globale è tornato a crescere nei primi mesi del 2021 (+1,5%). È un *trend* in consolidamento con la progressiva ripresa dell'economia globale: la Cina rischia di chiudere il 2021 con il più alto *surplus* della bilancia commerciale di sempre (cfr. Figura 1).

Figura 1



La crescita degli ultimi mesi ha continuato ad essere spinta dall'*export* di materiale sanitario ed apparecchiature elettromedicali soprattutto verso l'India; la Cina ha consolidato una schiacciante superiorità produttiva rispetto alle economie occidentali dopo lo stop dovuto al *lockdown* nazionale di febbraio 2020.

Inoltre sta aumentando il peso dell'accresciuta domanda di elettronica/informatica dovuta al potenziamento delle infrastrutture per il lavoro da remoto. Nel 2020 i prezzi del petrolio e delle materie prime persistentemente bassi hanno aiutato la ripresa delle esportazioni in tutte le principali aree geografiche. Nel primo trimestre 2021 tuttavia si inizia a percepire il freno dell'inflazione crescente sui mercati dell'energia che potrebbe raffreddare progressivamente la locomotiva cinese.

La *performance* delle esportazioni appare straordinaria se si considera che è avvenuta a fronte di un apprezzamento del Renminbi sul Dollaro del 9,6%.

Ad inizio 2021 per ogni dollaro in ingresso in Cina grazie all'*export*, solo 70 centesimi venivano impiegati per le importazioni. Se si guarda esclusivamente al settore manifatturiero, la Cina spendeva per l'*import* solo 55 centesimi su ogni dollaro incassato. Quando il volume delle esportazioni supera i 2.000 miliardi di \$, questo *gap* diventa il motore della ripresa del PIL, che è cresciuto di un impressionante +18,3% nel primo trimestre 2021; per avere un confronto si consideri che nei Paesi OCSE la crescita dovrebbe fermarsi all'1%.

Il governo ha sostenuto la ripresa economica *export-driven* come obiettivo strategico. Rispetto alle dimensioni totali dello stimolo fiscale pari a 880 miliardi di \$, Pechino ha destinato 116,6 miliardi a detrazioni ed esenzioni fiscali sulle esportazioni. Queste misure di sostegno hanno consentito alle imprese di riavviare rapidamente le operazioni sul mercato estero nonostante i problemi di liquidità.

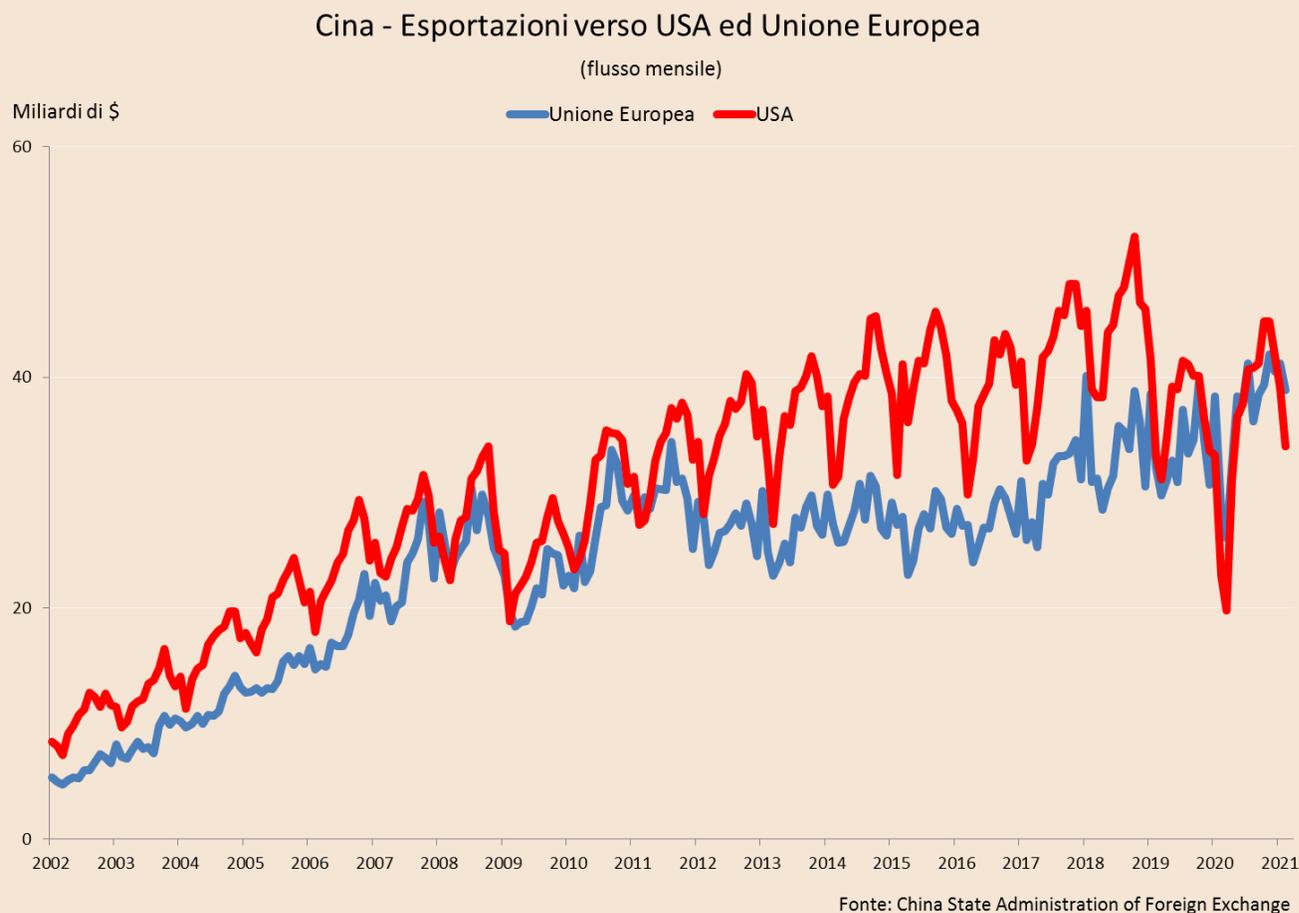
Il grande assente nella risposta governativa allo *shock* pandemico è stato un programma di stimolo dei consumi privati, a differenza dell'Occidente. Lo

stimolo fiscale previsto si è rivelato di 5-6 volte inferiore a quello degli USA. Poca roba rispetto a quanto venne stanziato dopo la crisi finanziaria del 2008-2009, quando la Cina - con un'economia 3 volte più piccola rispetto all'attuale - varò un programma di espansione fiscale pari a quello americano.

RIPRESE A CONFRONTO: CINA ED USA

Nel quarto trimestre 2020 il valore dell'interscambio con l'Unione Europea e gli USA è sostanzialmente tornato ai livelli pre-pandemia (cfr. Figura 2).

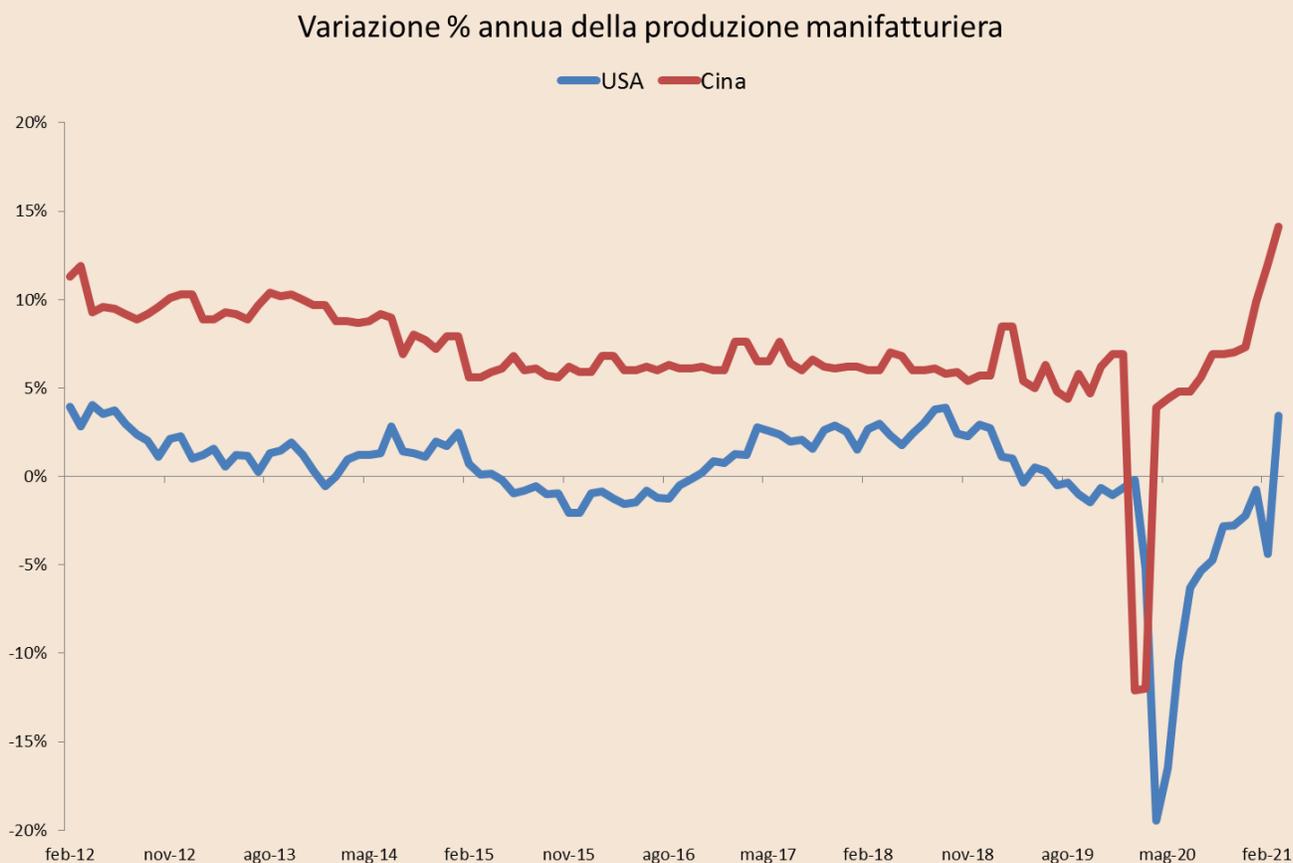
Figura 2



Il confronto in termini di variazione della produzione manifatturiera tra USA e Cina resta significativo nonostante il consolidamento della ripresa USA nell'ultimo trimestre (cfr. Figura 3). A seguito di uno *shock* iniziale paragonabile come entità (circa un -20%) tra febbraio ed aprile 2020, la produzione cinese ha

colmato completamente il *gap* tornando sul vecchio sentiero di crescita in meno di 9 mesi, mentre la crisi della manifattura USA si è prolungata per tutto il primo semestre 2020; soltanto a marzo 2021 la produzione negli USA è tornata la produzione negli USA è tornata in crescita, ancora al di sotto dei livelli pre-pandemia.

Figura 3



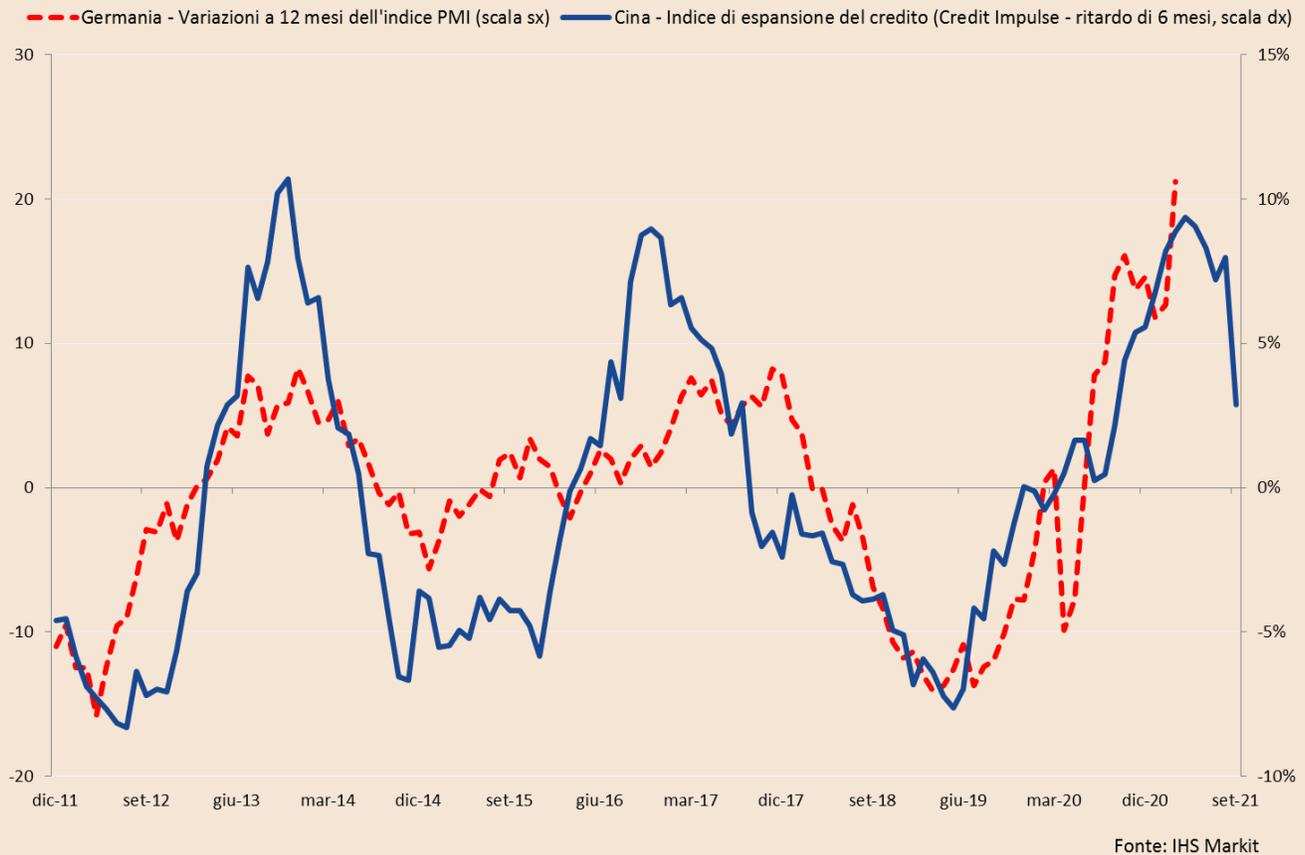
Fonte: China State Administration of Foreign Exchange

L'INTERSCAMBIO CON L'EUROPA

A differenza degli USA l'area Euro si trova in una situazione di maggior equilibrio in termini di saldo *import/export*. I dati più recenti mostrano un'interdipendenza dei cicli economici sempre più stretta tra la locomotiva manifatturiera d'Europa (la Germania) e la Cina (cfr. Figura 4).

Figura 4

La dipendenza dell'*export* tedesco dalla domanda domestica cinese



La Figura 4 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 è stato spesso in forte correlazione con una crescita dell'attività industriale in Germania.

In questa prospettiva non bisogna essere troppo fiduciosi che il balzo sperimentato dalla produzione industriale tedesca (ed a traino, europea) negli

ultimi mesi possa durare a lungo. L'espansione del credito in Cina ha già cominciato vistosamente a rallentare ed il ciclo potrebbe entrare in fase di contrazione a breve: ciò implicherebbe dei riflessi negativi significativi sulla manifattura tedesca nell'arco di 6-9 mesi.

CINA: IL RITORNO DEI CAPITALI VERSO L'ECONOMIA REALE

Soltanto 2 anni fa sembrava che la progressiva integrazione finanziaria della Cina e la perdita di competitività rispetto alle altre economie emergenti del continente asiatico stessero erodendo il suo primato nelle esportazioni. Ciò si stava riflettendo in un riassorbimento tendenziale dello storico *surplus* delle partite correnti ed in un nuovo interesse delle *corporations* cinesi ad attrarre capitale estero tramite ricapitalizzazioni e nuove emissioni di titoli di debito. C'era già chi profetizzava una nuova economia globale in cui anche la Cina avrebbe avuto un *deficit* delle partite correnti, assumendo il ruolo di consumatore di ultima istanza ora svolto esclusivamente dagli USA.

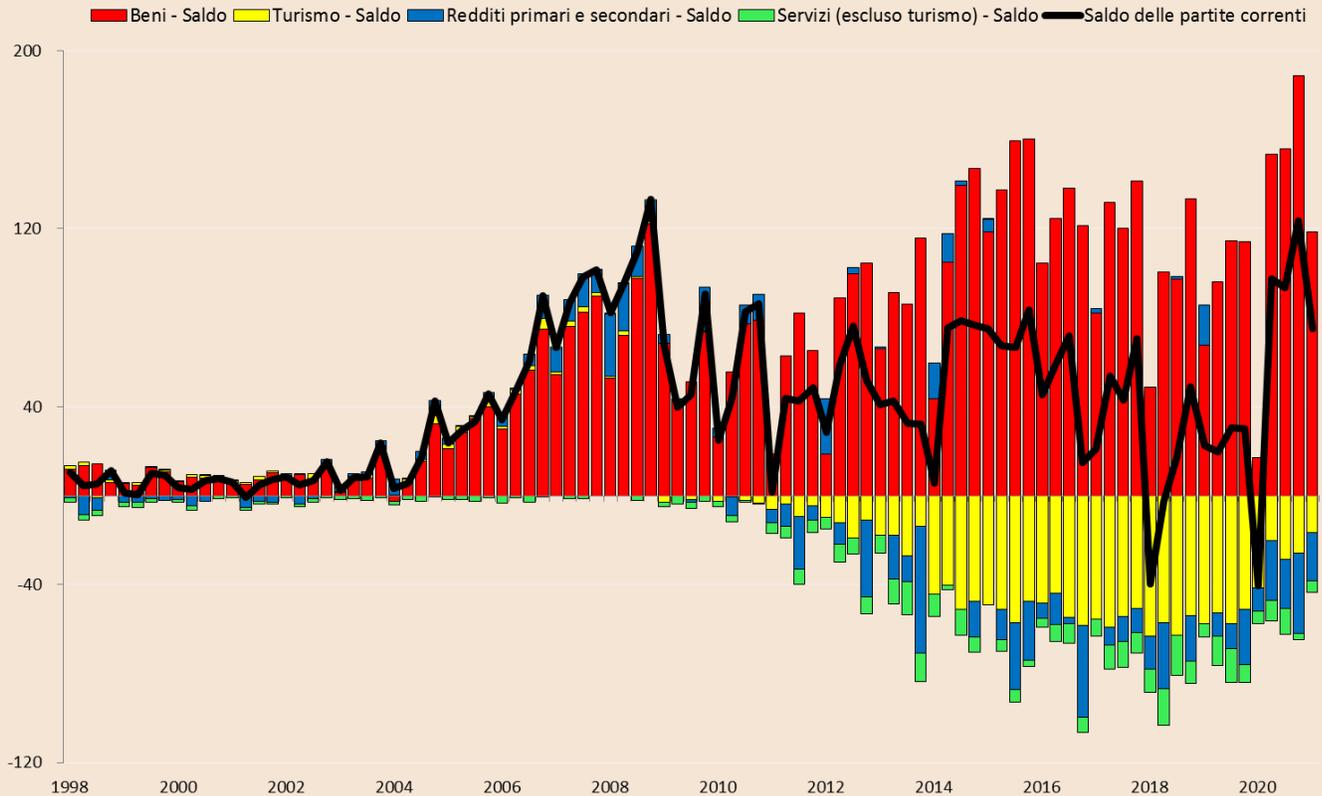
La crisi pandemica ha completamente stravolto il quadro e riproposto con decisione la posizione della Cina come "fabbrica del mondo" ed importatore di capitali. Per capire cosa stia realmente succedendo è utile osservare la struttura della bilancia dei pagamenti (BdP) cinese, che registra la tipologia di transazioni sottostanti ai movimenti di capitali.

Il primo fenomeno che balza agli occhi è la ripresa spettacolare dell'avanzo delle partite correnti negli ultimi trimestri, che fino a fine 2019 sembrava in declino strutturale. Oltre alla riduzione tendenziale dell'avanzo commerciale c'era un altro fattore all'opera: il crescente deflusso di capitali connesso con l'aumento del turismo internazionale dei cittadini cinesi (Figura 5, barre gialle), che aveva raggiunto ad inizio 2020 la ragguardevole dimensione del 3% del PIL, circa 500 miliardi di \$ l'anno. Non solo turismo: l'aumento del reddito disponibile di una classe media in espansione andava di pari passo con le richieste di trasferimento fisico (per lo più legale) di valuta all'estero per la quota massima concessa dal governo (circa 50.000\$ all'anno per cittadino).

Figura 5

Cina - Decomposizione del saldo delle partite correnti

Flussi trimestrali (miliardi di \$)



Fonte: China State Administration of Foreign Exchange

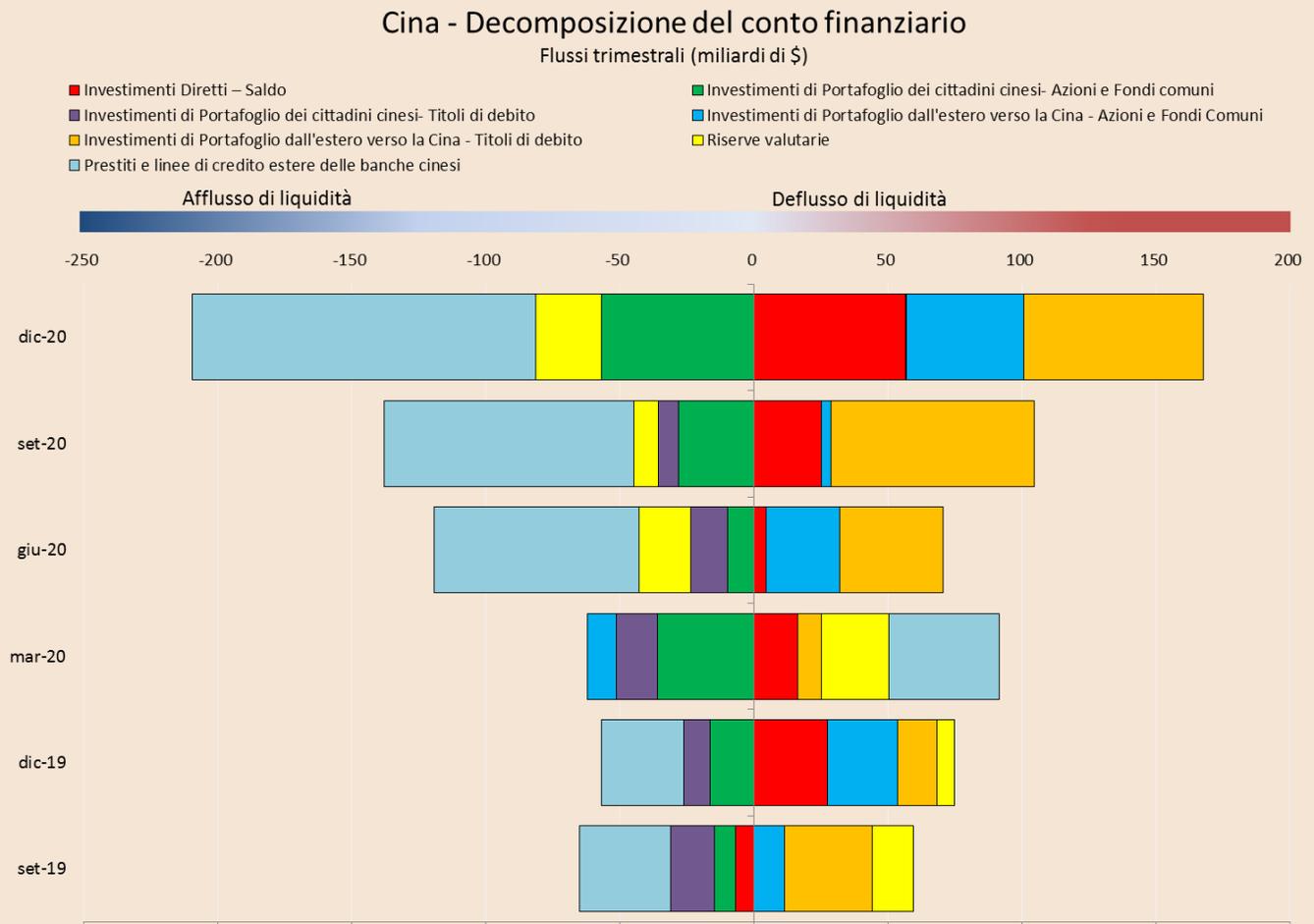
Con lo *shock* pandemico, si nota non solo lo “*stop and go*” del saldo commerciale dovuto al *lockdown* ed alla successiva fortissima ripresa delle esportazioni, ma anche la marcata riduzione dei deflussi di capitale connessi al turismo internazionale, crollati dai 60 miliardi di \$ trimestrali di inizio 2020 ai 17 di marzo 2021. La somma di questi effetti ha portato alla crescita del saldo delle partite correnti, con un picco di +124 miliardi di \$ nel quarto trimestre 2020 paragonabile ai valori record registrati durante la crisi finanziaria internazionale del 2008-2009.

LA RI-NAZIONALIZZAZIONE DEI FLUSSI FINANZIARI

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

L'analisi del conto finanziario contribuisce a definire un quadro chiaro sulla destinazione d'uso della liquidità in ingresso/uscita (cfr. Figura 6). In questo contesto, valori positivi sono convenzionalmente associati a deflussi di liquidità, e viceversa. Ad esempio, un investimento in attività estere di cittadini cinesi 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.

Figura 6



Fonte: China State Administration of Foreign Exchange

I dati mostrano come nel 2019 si registrasse – mediamente – un deflusso netto di capitali verso l'estero, guidato da investimenti diretti (barre rosse), da disinvestimenti di portafoglio dall'estero in azioni, fondi comuni (barre azzurre) e titoli di debito (barre arancioni) e da una lieve riduzione del cospicuo *stock* di riserve valutarie (barre gialle). I deflussi erano compensati da una crescita dei prestiti e delle linee di credito estere delle banche cinesi (barre celesti) e da una riduzione di attività finanziarie cinesi all'estero (barre verdi e viola).

Nel primo trimestre 2020 con il *lockdown* si riduce l'indebitamento con l'estero delle banche nazionali e prevedibilmente aumentano i flussi di rientro derivanti dai disinvestimenti di attività estere da parte di cittadini ed imprese cinesi a caccia di liquidità. I flussi restano comunque abbastanza bilanciati, non si assiste a nessuna fuga di liquidità come quella sperimentata dall'Italia a marzo 2020.

La sorpresa arriva nel secondo trimestre 2020 e prosegue per il resto dell'anno: il *boom* del saldo di conto corrente (con un picco di +124 miliardi nel quarto trimestre 2020) ha implicato specularmente un enorme afflusso di liquidità verso l'economia cinese che è solo in minima parte riflesso in un accumulo di riserve valutarie (le barre gialle, +53 miliardi in 3 trimestri).

Cosa è successo? Da un lato, con l'accelerazione della ripresa economica globale ed il ripristino delle catene di distribuzione delle merci, i flussi finanziari in Cina si sono spostati rapidamente dalle attività finanziarie verso quelle reali. Infatti sono cresciuti velocemente i prestiti e le linee di credito interbancarie (le barre celesti, +297 miliardi) e in parallelo una notevole quantità di capitali è stata incanalata in investimenti diretti verso l'estero (le barre rosse, +100 miliardi).

Dall'altro si è assistito ad una netta ri-nazionalizzazione degli investimenti dei cittadini cinesi in azioni, fondi comuni ed obbligazioni (barre verdi e viola). Gli investitori sono stati probabilmente attratti da un mercato interno piuttosto esuberante, che sta assumendo la classica conformazione di una bolla speculativa. Infine, il miglioramento dell'economia USA ha favorito una naturale diversione da parte degli investitori esteri dalle attività finanziarie cinesi

(barre arancioni e celesti), che erano state considerate particolarmente attraenti nella prima fase della pandemia in cui era la sola Cina a crescere.

Si tratta ovviamente di flussi di portafoglio 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, ma è innegabile un rientro in grande stile delle banche cinesi sullo scenario internazionale.

In definitiva il governo cinese con la sua strategia *export-driven* sta “cavalcando” con successo i programmi di espansione fiscale delle economie occidentali, finanziati (ovviamente) a debito ed incentrati sul sostegno ai consumi. I nuovi stimoli fiscali di USA ed Europa continuano a fornire benzina alla ripresa economica di Pechino e stanno consentendo un forte recupero di competitività e di posizione dominante che erano stati erosi dalla guerra commerciale pluriennale con Trump.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali