



## E' arrivata la Cina

*La crisi delle borse cinesi e l'allarme che questo movimento ha creato su tutte le principali piazze finanziarie sono la dimostrazione dell'affermazione del gigante asiatico come potenza mondiale. L'economia cinese ha ormai raggiunto una dimensione e un'importanza tale che non può essere più raccontata come un mero mercato di sbocco per le esportazioni dei paesi sviluppati. Dobbiamo abituarci all'idea che tutto quanto avverrà in Cina costituirà al pari delle vicende statunitensi, quelle dell'Eurozona o del Giappone, un potenziale elemento di instabilità globale. Il problema in chiave prospettica dipende dal fatto che le autorità cinesi, in questa estate 2015, non si sono mostrate all'altezza del compito che sono chiamate a svolgere. E questa inadeguatezza strutturale inevitabilmente produce un fattore di instabilità per i mercati finanziari con evidenti implicazioni di carattere sistemico.*

*In ogni caso, non è nostro compito pronosticare quello che sarà l'andamento a breve di una grandezza, in questo caso il valore degli indici azionari delle borse cinesi. Scopo di questo documento è pertanto quello di ragionare sulle tendenze di fondo che consentono di interpretare quanto sta avvenendo. Solo in questo modo è possibile anticipare e governare le principali fonti di instabilità che influiscono sull'andamento dei portafogli e ridurre conseguentemente i rischi potenziali.*

### L'estate del 2015

Agosto 2015 verrà ricordato a lungo come il mese del crollo delle borse cinesi<sup>1</sup>; la tensione ha raggiunto in alcuni momenti un livello altissimo (Black Monday) al punto che si è avuta addirittura la sensazione che il mercato e gli investitori fossero ripiombati nel clima dei giorni convulsi delle crisi precedenti.

In realtà, sul piano dei numeri, il crollo dei mercati è stato più consistente nei mesi di giugno-luglio, quando è iniziata la discesa dopo che le borse hanno raggiunto il valore

massimo il 12 giugno scorso, procedendo poi in una caduta pressoché ininterrotta fino all'8 luglio. L'indice della borsa di Shenzhen è passato nello stesso periodo da 3.140 punti a 1.884, facendo registrare una contrazione pari a circa il 40%. La caduta di agosto è iniziata invece il 17, partendo da quota 2.327 per arrivare a 1.677 il 7 settembre (-28%). Analogò è stato il comportamento della borsa di Shanghai ripetitivamente con questi valori: da 5.166 a 3.507 in luglio e da 3.993 a 3.080 in agosto.

<sup>1</sup> Ci si riferisce alla borsa di Shanghai e a quella di Shenzhen, a cui si aggiunge la piazza finanziaria storica di Hong Kong. Nella prima, dati al settembre 2015, sono quotati 1.114 titoli, mentre nella seconda 1.767. Le azioni negoziate sui mercati cinesi sono di due tipi: A-Shares e B-Shares.

Le prime sono generalmente quotate in Renminbi e sono disponibili solo per gli investitori domestici. Gli operatori stranieri possono accedere a questo mercato solo attraverso una struttura regolata (Qualified Foreign Institutional Investor). Le B-Shares sono invece quotate in valuta straniera (soprattutto USD) e possono e essere trattate da tutti gli investitori.

Al di là della misura del primo tonfo le vicende che hanno accompagnato questo movimento, soprattutto il comportamento delle autorità del paese, sono diventate una pietra miliare per i mercati finanziari. Ben più della misura della correzione, la reazione di Pechino ha riportato al centro dell'attenzione il tema della compatibilità di una economia di mercato così significativa con l'attitudine delle istituzioni pubbliche a ingerenze così marcate nella sfera economica e nelle libertà individuali. Un interessante articolo di Foreign Policy<sup>2</sup> ha descritto con estrema attenzione queste dinamiche. Già il titolo, "*China destroyed its stock market in order to save it*", è sufficientemente evocativo del giudizio che si può ricavare dai fatti descritti.

Ai primi segnali della caduta la Banca Centrale cinese ha reagito con misure straordinarie finalizzate a far affluire nuovo denaro sul mercato, tagliando i tassi e riducendo i requisiti per la costituzione delle riserve delle banche. Contestualmente il Governo ha imposto alle maggiori agenzie di brokeraggio di creare un fondo di 19 miliardi di dollari per comprare azioni e sostenere i prezzi<sup>3</sup>. Successivamente, l'8 luglio è una giornata che segna il varo di una serie impressionante di interventi:

- ✓ viene inibita la vendita di azioni della propria società ai principali azionisti, ai membri dei board e ai dirigenti, mentre viene introdotto al contempo un obbligo di riacquisto dei titoli venduti negli ultimi 6 mesi;
- ✓ agli stessi soggetti viene imposto di incrementare gli acquisti nel caso in cui il prezzo fosse sceso del 30% nei successivi 10 giorni;
- ✓ viene concesso alle imprese di assicurazioni di acquistare azioni fino al 40% dei propri asset

rispetto al limite del 30% precedentemente fissato;

- ✓ il fondo operativo presso le società di brokeraggio viene incrementato a 260 miliardi di Yuan (24 mld USD);
- ✓ il Fondo sovrano cinese decide un massiccio acquisto di Etf e la sospensione di ogni vendita di azioni;
- ✓ China Securities Finance Co. immette 200 miliardi di Yuan (32 mld USD) in cinque fondi comuni per comprare azioni.

Sul versante dei piccoli investitori le autorità hanno operato agendo sul cosiddetto *margin lending* consentendo un indebitamento per l'acquisto di azioni a fronte della costituzione di un collaterale costituito dalle azioni stesse. Complessivamente quindi le autorità sono intervenute contribuendo ad aumentare ulteriormente la speculazione e innalzando enormemente il livello di rischio. Ad esempio il meccanismo del *margin lending* opera in concreto come un sistema di trasmissione ed estensione del rischio di insolvenza all'intero sistema finanziario e creditizio.

Le misure assunte hanno semmai contribuito ad amplificare la caduta. A questo punto l'intervento delle autorità si è fatto più diretto imponendo restrizioni alla vendita di azioni. In questa campagna di stile maoista il Ministro della Sicurezza Pubblica ha minacciato l'arresto di chi operava con vendite allo scoperto.

Si arriva così al mese di agosto durante il quale si ripropongono le condizioni che avevano determinato il primo scossone. L'azione delle autorità, per le modalità con cui si è manifestata, non poteva arginare le tendenze strutturali in atto e anzi proprio queste premesse hanno

<sup>2</sup> Patrick Chovanec, *China destroyed its stock market in order to save it*, in Foreign Policy, 16 luglio 2015  
Foreign Policy è una delle più autorevoli riviste che si occupano di politica internazionale. Di proprietà del Washington Post,

ospita contributi di accademici e dei maggiori esperti di economia e politica.

<sup>3</sup> Un maggiore dettaglio delle misure assunte si può ricavare dalla cronologia allegata al presente rapporto.

con molta probabilità aumentato la portata della seconda ondata di movimenti.

Il fattore che ha scatenato il nuovo crollo di caduta è stata la ripetuta decisione di svalutare lo Yuan<sup>4</sup>. Questa mossa è stata interpretata come una conferma dei segnali di rallentamento dell'economia, anche se, a nostro avviso, in realtà al mercato serviva più che altro un pretesto per innescare una nuova correzione<sup>5</sup>. L'11 agosto la Banca Centrale svaluta dell'1,9% lo Yuan rispetto al dollaro producendo la maggiore variazione giornaliera dalla riforma del sistema dei cambi adottata nel 1994. Il giorno successivo la Banca Centrale interviene con una nuova svalutazione dell'1,6%. Con il terzo intervento del giorno ancora successivo la variazione complessiva del cambio è stata pari al 4,65%. A questa correzione corrispondono una serie di perdite della borsa che culminano con la variazione registrata il 24 agosto (Black Monday) in cui la borsa di Shanghai perde circa l'8,6%.

### La Cina è un gigante su scala globale

La prima considerazione è relativamente immediata: la Cina si è ormai definitivamente affermata come uno dei player principali dell'economia globale<sup>6</sup>. Da ciò discende che ogni tensione che la coinvolge genera ripercussioni globali al pari di quelle indotte da fatti che riguardano l'economia nordamericana o europea. Così come la crisi dei *subprime*, originatasi come fenomeno prettamente statunitense, si è trasformata in una crisi globale, così in prospettiva non si può escludere che focolai di crisi generatesi all'interno del gigante asiatico possano manifestare una marcata natura sistemica.

<sup>4</sup> La moneta cinese è il Renmimbi, letteralmente la moneta del popolo. Lo Yuan rappresenta l'unità di conto della moneta ed è di fatto il termine con cui ci si riferisce alla valuta nei mercati internazionali.

<sup>5</sup> La relativa irrilevanza delle motivazioni che determinano l'esplosione delle bolle speculative sono state ad esempio indicate da Didier Sornette, uno dei principali studiosi che si sono concentrati su queste fasi anomale dei mercati, "a crash occurs

Dobbiamo velocemente adeguarci e far tesoro di questo insegnamento traendone le dovute conseguenze. Fino ad oggi la Cina ha svolto un ruolo virtuoso imponendosi come gigantesco mercato di sbocco e garantendo in molti momenti un tasso di crescita aggiuntivo alle economie occidentali alla prese con una crisi tra le più devastanti. Il contributo che la Cina ha fornito in questi anni è quindi stato essenzialmente di natura positiva e in questo senso il paese viene percepito dall'immaginario collettivo e dagli addetti ai lavori.

L'altra faccia della medaglia del nuovo ruolo della Cina è che ormai l'economia cinese, pur con tutte le sue peculiarità, ha raggiunto un livello di sviluppo tale da comportarsi né più né meno come le altre economie. La scala e i volumi assunti da Pechino si traducono in una crescita dell'influenza su scala globale che si avvicinerà tendenzialmente a quella americana. Il corollario di questa affermazione è che le vicende cinesi rappresenteranno sempre più uno dei driver dell'economia mondiale e dei collegati mercati finanziari.

E questo è proprio quello che abbiamo vissuto in questi ultimi mesi, e forse questa considerazione sarebbe sufficientemente utile per inquadrare quanto stiamo qui descrivendo.

### Un gigante dai piedi d'argilla

Come abbiamo visto le istituzioni politiche, economiche e finanziarie del Paese sono state particolarmente attive in questo periodo. Ci si può quindi chiedersi se le stesse si sono dimostrate in grado di rappresentare in modo adeguato le responsabilità che questo ruolo determina. La

*because the market has entered an unstable phase and any small disturbance or process may have triggered the instability.[...] The collapse is fundamentally due to the unstable position; the instantaneous cause of the collapse is secondary*", Didier Sornette, *Why stock market crash*, Princeton University Press, 2003

<sup>6</sup> Secondo i dati della Banca Mondiale la Cina rappresenta circa il 13% del PIL mondiale.

valutazione che ci si può formare dall'esame delle vicende di questi giorni farebbe invece propendere per un secco giudizio di inadeguatezza. Anzi con molta probabilità proprio questa dicotomia tra potenza economica e inadeguatezza della cultura della regolazione è un pezzo essenziale del problema che stiamo affrontando. Se questa valutazione è condivisibile ne discende che il problema risulta essere più grave di quello che riguarderebbe la mera gestione di un'oscillazione seppur profonda e dolorosa dell'andamento dei mercati.

In altre parole le istituzioni hanno dato prova di non essere state in grado di garantire il ruolo che compete loro. Questo è forse uno dei punti cruciali su cui riflettere soprattutto in prospettiva.

Per onestà intellettuale è giusto ricordare come diverse istituzioni finanziarie non condividano questo giudizio e al contrario leggono le mosse delle autorità di Pechino come una testimonianza della volontà di continuare le riforme liberalizzatrici<sup>7</sup>. Ad esempio Fitch *"the depreciation of the Chinese Yuan by over 3% against US dollar underscores [...] that the authorities remain committed to market-oriented reform"* e ancora *"Changes in the method for setting the CNY/USD exchange rate are in line with other steps to liberalize key areas of the country's capital markets"*<sup>8</sup>.

Questo obiettivo riformatore è sicuramente presente nella volontà delle autorità monetarie nella misura in cui la Cina prende atto delle pressioni internazionali per adeguare compiutamente sul piano istituzionale il ruolo dello Yuan nel panorama delle valute di riferimento. Allo stesso modo la svalutazione si inserisce in un contesto in cui la valuta cinese si era al contrario eccessivamente sopravvalutata

iniziando a creare difficoltà all'interno di un contesto regionale in cui sono forti le spinte e le politiche di svalutazione competitiva.

Sul piano del giudizio generale queste manovre non possono però essere disgiunte dalla valutazione complessiva delle modalità con le quali le autorità cinesi si sono mosse in questi mesi. Per fare solo un esempio da aggiungere a quanto già riportato, secondo quanto riportato dall'agenzia Stratfor Global Intelligence si ha notizia di almeno 197 arresti di persone con l'accusa di avere diffuso informazioni online sull'andamento dei mercati e dell'economia<sup>9</sup>.

A questo proposito ho trovato particolarmente efficace un passaggio di un articolo di Daniel Altman che commenta la stretta repressiva adottata da Pechino *"These are not the actions of a government with his markets under control: they are the actions of a government used to having its people under control"*<sup>10</sup>.

### La bolla speculativa

Prima di passare ad esaminare le spiegazioni basate sull'analisi dei dati macroeconomici e dei fondamentali, vorrei iniziare proponendo la chiave di lettura più semplice per interpretare quanto è avvenuto in questi mesi estivi. A partire dalla metà del 2014 fino all'estate del 2015 le borse cinesi, sia quella di Shanghai che quella di Shenzhen, hanno attraversato la più classica bolla speculativa. I tassi di crescita del valore degli indici sono stati in questo periodo impressionanti, tanto più in quanto in evidente controtendenza rispetto alla consapevolezza di un raffreddamento in atto dell'economia cinese.

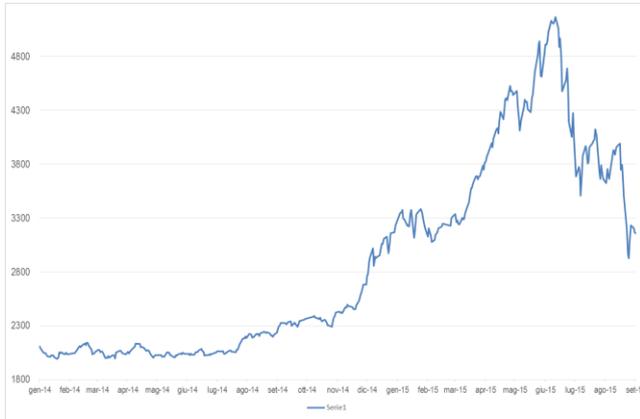
<sup>7</sup> Per ripercorre le varie tappe della formazione e dello sviluppo delle borse cinesi è utile il cospicuo contributo di Zhong Zhang, *Law and finance: the case of stock market development in China*, University of Sheffield - School of East Asian Studies, 11 agosto 2015

<sup>8</sup> FitchRatings, *China's Yuan depreciation highlights economic challenges*, 12 agosto 2015

<sup>9</sup> Stratfor, *Authorities arrest 197 people for spreading rumors online*, 30 agosto 2015

<sup>10</sup> Daniel Altman, *Crisis could get a lot worse quickly*, in *Foreign Policy*, 1 settembre 2015

Il grafico che segue mostra l'andamento dell'indice composito della borsa di Shanghai dal gennaio 2014 al settembre 2015.



Se a posteriori le figure sono abbastanza interpretabili c'è da chiedersi come mai ancora una volta si sia potuto generare il tradizionale percorso che alimenta le bolle finanziarie. Sul piano istituzionale credo che da quanto detto le ragioni siano abbastanza chiare. Anche in questo caso durante il periodo del boom dei prezzi i regolatori e i media cinesi hanno preferito sposare la retorica di un mercato in crescita come riflesso dei progressi dell'economia del paese. Ad un livello più operativo le giustificazioni sono essenzialmente da ricercare in due fattori.

Il primo risente della struttura del mercato azionario cinese, dominato dai piccoli e dai medi investitori. Sono circa 90 milioni i cinesi che operano sulle borse nazionali, mentre è di gran lunga inferiore il peso degli investitori istituzionali che in altri paesi svolgono un ruolo oggettivo di maggiore stabilizzazione dei mercati. Questa frammentazione del mercato espone l'andamento dei prezzi a una maggiore instabilità e volatilità, favorendo

percorsi comportamentali emotivi e tendenze autorafforzanti.

È interessante a questo proposito riportare una riflessione contenuta in un recente paper di Didier Sornette, uno dei massimi studiosi delle bolle speculative, che sottolinea come il mercato azionario cinese incorpori tendenze comportamentali che facilitano lo sviluppo di meccanismi di riscaldamento dei prezzi "The stock markets embody the China dream of successful entrepreneurship and the Chinese way towards capitalism, which can only succeed in the eyes of the Chinese public if the stock markets continue to grow in importance and in valuation"<sup>11</sup>.

Il secondo fattore risente dell'insieme delle misure promosse dalle autorità per assicurare agli investitori la liquidità necessaria per sostenere una crescente operatività sul mercato azionario. Raffreddatosi per il momento il comparto immobiliare la borsa ha attratto consistenti risorse. Già abbiamo avuto modo di accennare alla disponibilità fornita dal regolatore all'accesso al credito per investire in borsa. Il meccanismo del *margin lending* è stato da questo punto di vista il principale motore della bolla speculativa<sup>12</sup>. I risparmiatori hanno così potuto operare con un elevato livello di indebitamento sfruttando un significativo effetto leva. ma per capire fino in fondo le condizioni operative del mercato occorre aprire una finestra su un fenomeno che sta manifestandosi su scala globale, ma che trova in particolare in Cina e in India un terreno particolarmente fertile. Si tratta del ruolo rivestito nel mercato del credito dal settore delle cosiddette *shadow bank*, cioè dell'insieme eterogeneo di istituzioni che, pur

<sup>11</sup> Didier Sornette e altri, *Real time prediction and post mortem analysis of the Shanghai 2015 stock market bubble and crash*, ETH Zurich, 6 agosto 2015. In base a questa considerazioni gli autori concludono con la previsione che "it is likely that the three large bubbles and crashes that have punctuated the ascent of the Chinese stock market in the last decade are just the

*vanguards of many more and larger bubbles to come*", ibidem pag. 16

<sup>12</sup> La relazione causale che pone il meccanismo del margin lending come principale motore della bolla del 2014-2015 è stato ad esempio testato da un lavoro di Guoxiang Song, *The drivers of the great bull stock market of 2015 in China: evidence e implications*, Università di Greenwich, Agosto 2015

ponendosi come intermediari tra il risparmio e gli impieghi, sfuggono interamente al sistema di regolazione applicato agli istituti finanziari. Le *shadow bank* nei mesi convulsi della crescita hanno concesso *margin lending* ai risparmiatori chiedendo un livello inferiore di garanzie agli investitori (10% rispetto al 50% necessario per accedere al mercato regolato dei broker).

In origine la presenza di questi operatori è stata valutata positivamente in quanto avrebbe dovuto garantire un accesso più flessibile ai prestiti alle piccole imprese e alle famiglie, ma ben presto il settore si è indirizzato verso un impiego più profittevole. In questi anni il segmento è cresciuto enormemente, anche se ha raggiunto ad oggi una misura inferiore rispetto ad altri paesi sviluppati. Peraltro è difficile quantificare univocamente i volumi trattati dalle imprese di questo settore e gli stessi variano in misura consistente in funzione del perimetro di osservazione individuato. Le stime vanno dal 20% del PIL proposta dal Fondo Monetario Internazionale all'80% considerato da JPMorgan. Le stime convergono comunque su un peso medio attorno al 30-35%<sup>13</sup>

La minore attrattività del settore immobiliare ha spinto le *shadow bank* a sostenere ed alimentare con flussi significativi di prestiti l'operatività in borsa. Complessivamente Bloomberg ha stimato che siano affluiti da questo settore circa 1.700 miliardi, di Yuan a cui si aggiungono 2.100 miliardi, pari al doppio del livello a inizio anno, dovuti ai margini di finanziamento forniti dalle case di brokeraggio. In tutto si parla di circa 600 miliardi di dollari.

All'interno del settore delle *shadow bank* hanno peraltro giocato un ruolo di rilievo le attività delle cosiddette *peer to*

*peer lending*<sup>14</sup>. Il volume di questo segmento è ancora relativamente contenuto ma risulta fortemente crescente.

Come sempre avviene nei mercati speculativi in grande fermento il differenziale tra costo della raccolta e potenziali guadagni ha alimentato una spirale perversa. Secondo alcuni commentatori molte di queste istituzioni si sono comportate come veri e propri *Ponzi schemes*, alimentati dalle promesse di interessi particolarmente elevati e, alla prova dei fatti, fuori mercato. Questi strumenti offrono tassi di interessi sui depositi più che doppi rispetto ai tassi ufficiali. Non è un caso che molte strutture mostrano segni di una profonda crisi, se non di una vera e propria insolvenza.

#### Il contesto macro economico: *soft o hard landing?*

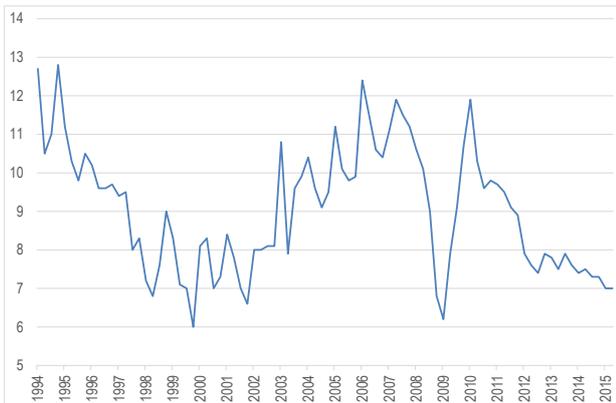
Per venire alle questioni macro economiche bisogna riprendere il dibattito che è stato affrontato più volte in questi ultimi anni e che riguarda il cosiddetto *soft landing*. Con questo termine si intende il riposizionamento programmato del tasso di crescita della Cina ad un livello compatibile con la parziale riconversione dell'economia cinese verso la domanda interna.

È un dato di fatto che l'economia cinese non cresca più ai tassi conosciuti in passato (grafico PIL).

<sup>13</sup> Douglas Elliot e altri, *Shadow banking in China: a primer*, Brookings Economic Studies, Marzo 2015

<sup>14</sup> Per comprendere il meccanismo secondo cui operano queste realtà si può andare al sito del principale operatore mondiale del settore, la statunitense Lending Club. Essa sintetizza la propria

attività nel seguente modo "We're transforming the banking system to make credit more affordable and investing more rewarding. We operate at a lower cost than traditional bank lending programs and pass the savings on to borrowers in the form of lower rates and to investors in the form of solid returns."



Questo rallentamento dipende dai cambiamenti macroeconomici ma è esso stesso una conseguenza della crescita attestata in questi anni. L'affermazione del paese asiatico come potenza mondiale e la conseguente rilevante esplosione del PIL rendono, se non altro dal punto di vista matematico, più complesso raggiungere e mantenere elevati tassi di crescita. Contestualmente la Cina è impegnata in un processo di riconversione della propria struttura economica nel senso di una maggiore rilevanza della componente di domanda interna. Questa transizione si presenta ardua anche in un'economia nella quale la componente dirigistica è ancora molto rilevante.

Il problema che ci troviamo di fronte oggi è capire quello che sarà il livello del PIL attorno al quale si attesterà

l'economia cinese. In questo senso la politica di scarsa disclosure sui dati perseguita dalle autorità cinesi non consente una chiara lettura delle variabili macroeconomiche. Secondo la maggior parte degli osservatori l'intorno del 6/7% di crescita può essere preso come riferimento per i prossimi anni. Ad esempio Fitch "continues to highlight the potential for a prolonged lower growth, with real GDP expansion setting into a new normal likely to be below 7%"<sup>15</sup>

Altri, in particolare Oxford Economics, interpretano diversamente gli ultimi dati macroeconomici in termini molto più prudenti: ad esempio l'indice PMI di agosto è sceso a 47,3 dal 47,8 di luglio facendo segnare il livello più basso dal 2009<sup>16</sup>.

Le previsioni dell'autorevole istituto di ricerca britannico parlano di un livello shock del PIL attorno al 4%. Se questo dato venisse confermato l'impatto sull'economia mondiale sarebbe decisamente più rilevante riducendo la crescita mondiale a un contenuto 2% con prospettive concrete di recessione<sup>17</sup>. L'impatto maggiore di un *hard landing* si avrebbe sulle economie emergenti, ma anche i paesi sviluppati sarebbero destinati a conoscere un periodo di recessione. I fenomeni di trasmissione del contagio sarebbero peraltro differenti e articolati<sup>18</sup>, rendendo

<sup>15</sup> FitchRatings, *Pessimism on China's short term macro outlook overdone*, 26 agosto 2015

<sup>16</sup> Caixin Manufacturing Purchasing Managers' Index rilasciato il primo settembre. Si ricorda che valori sopra il 50 indicano una fase di espansione, mentre al contrario valori inferiori a questa soglia segnalano una contrazione dell'economia.

<sup>17</sup> Adam Slater e Alessandro Theiss, *China outlook – the end of the illusion*, Oxford Economics, 27 agosto 2015.

"If we assume China growth of 4% this year (instead of forecast based on official stats) then world growth would only be 2.2%. With some downgrades possible, world growth could drop below 2% - worse than 2001-02".

<sup>18</sup> Un'analisi articolata degli effetti di un *hard landing* della Cina è contenuta in Ludovic Gauvin e Cyril Rebillard, *Towards Recoupling? Assessing the global impact of a Chinese hard landing through trade and commodity price channels*, Working paper n. 562, Banque de France, Luglio 2015

"In our hard landing scenario (in which Chinese growth slows down markedly and stabilizes at 3 percent per year, while investment nearly stagnates), [...]

First, lower commodity prices would affect the value of exports, fiscal revenues, and would imply more generally a lower level of national income.

Second, export volumes would also decrease, although this effect is found to be less important for commodity exporters than for China's geographical neighbors in Asia.

Third, investment would be hardly hit [...]

Fourth, indirect trade linkages would also play a role through "neighborhood" effects: in Latin America for example [...]

As a result, the regions that we find to be most impacted by a Chinese "hard landing" are regions that are either geographically close to and deeply integrated with China with a cumulated GDP loss after five years of 9.4 percent in ASEAN –, or that are large net commodity exporters – such as Latin America, with a

particolarmente complessa l'opera di contenimento da parte delle autorità politiche e monetarie.

### Considerazioni provvisorie

I fatti di questi mesi, per quanto gravi, non possono mettere in discussione i cambiamenti che si sono pienamente consolidati negli ultimi due decenni: la Cina è oggi uno dei principali attori economici a livello mondiale e, conseguentemente, si continuerà ad assistere a un progressivo spostamento di centralità degli interessi economici e geopolitici verso le aree del Pacifico<sup>19</sup>. Anzi, proprio l'intensità delle tensioni generate dalla caduta delle borse cinesi costituisce, come detto, una prova inequivocabile dell'affermazione della potenza asiatica. Il centro della nostra riflessione non a caso parte proprio da questa considerazione. Semmai la questione che va metabolizzata è che inevitabilmente avendo compiuto gran parte della propria traiettoria di crescita, la Cina tenderà sempre più a comportarsi secondo le regole delle economie sviluppate.

La preoccupazione nasce dalla presenza di diversi fattori di fragilità di cui si è precedentemente parlato in questo rapporto: indebitamento record delle famiglie, eccessiva facilità nell'accesso al credito per alimentare attività speculative, difficoltà a riconvertire l'economia verso la domanda interna, insufficienza dell'azione delle autorità, ecc.

Questi fattori sono destinati a creare un elevato livello di volatilità nei mercati, che al di là di qualche pausa o raffreddamento, sono destinati a ripresentarsi nel medio-lungo periodo.

Sul piano globale sono evidenti i rischi di un contagio di queste debolezze cinesi sugli altri paesi emergenti e, più in generale, sulle economie mondiali. La trasmissione del contagio opera in primo luogo in via diretta attraverso il canale delle commodities. Un'economia cinese che frena si traduce inevitabilmente in una diminuzione della domanda di materie prime; a sua volta questa contrazione impatta sui paesi emergenti che hanno una importante presenza come produttori<sup>20</sup>. Nell'ipotesi che la contrazione si manifesti in misura significativa si avrebbero conseguenze rilevanti anche per le economie sviluppate che subirebbero i contraccolpi di una riduzione delle importazioni sia di beni di investimenti che di beni di consumo.

Di tutto questo occorrerà d'ora in avanti tener conto.

---

*cumulated GDP loss of 7.5 percent –. Conversely, advanced economies would be less affected (-2.8 percent after five years)*  
<sup>19</sup> Si vedano, ad esempio, le considerazioni sull'impatto di questi movimenti sull'area del medio oriente contenute nei paragrafi finali del nostro recente paper "Le fabbriche dell'instabilità: la ricerca di un nuovo equilibrio nel Medioriente", 21 maggio 2015

<sup>20</sup> Sull'intero comparto degli emergenti pesa poi la questione del rialzo dei tassi americani. Abbiamo più volte a questo proposito richiamato l'attenzione sul rischio che, come è avvenuto storicamente, la crescita dei rendimenti delle obbligazioni statunitensi sia destinata a produrre giganteschi movimenti della liquidità colpendo in modo significativo le piazze finanziarie dei paesi emergenti.



### Scenario negativo in osservazione

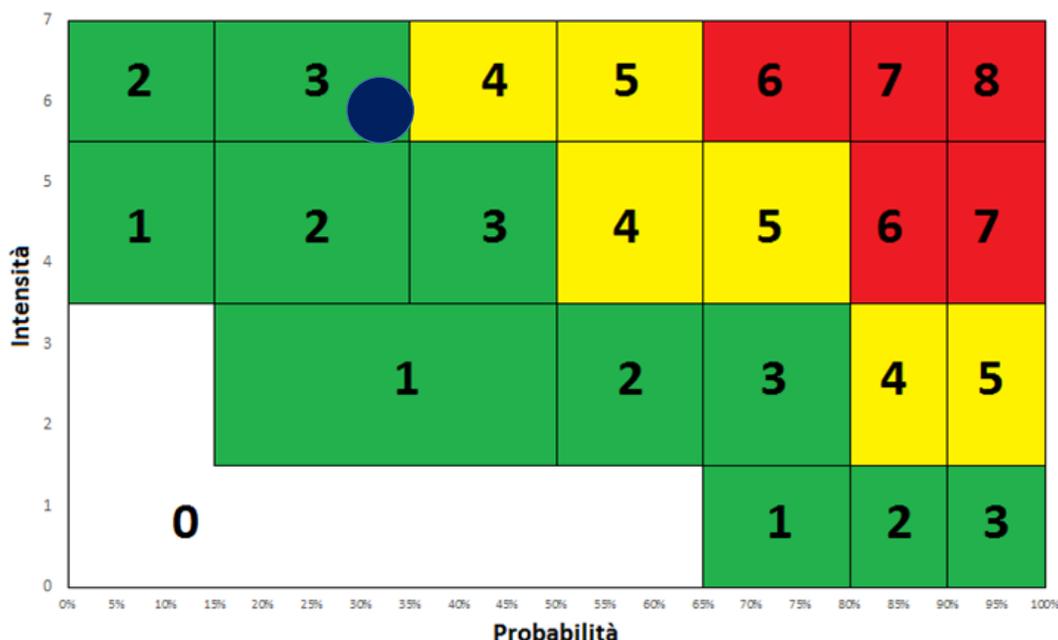
Lo scenario negativo che viene posto sotto osservazione è collegato alle caratteristiche strutturali dell'economia e dei mercati finanziari cinesi. La bolla speculativa che si è generata e si è alimentata nel corso del 2014 e nella prima metà del 2015 ha dimostrato la presenza di diversi fattori esogeni in grado di soppiantare, con una relativa facilità, l'incidenza dei fondamentali nella determinazione delle tendenze dei mercati finanziari. Il peso della Cina nello scenario mondiale fa sì che l'esistenza di questa anomalia, associata a diversi altri punti di debolezza del contesto socio-politico, possa originare possibili contagi sistemici verso le altre economie.

Ciò inevitabilmente e al di là di riprese anche significative delle borse di breve periodo costituisce una fonte di instabilità; esiste quindi la possibilità concreta del ripetersi di episodi di elevata volatilità nel medio lungo periodo. In chiave prospettica non si può neppure escludere che si ripresentino, in periodi anche relativamente vicini, altre e ben più dirompenti bolle speculative.

Questo scenario potrebbe evolvere in modo decisamente più grave qualora si registrasse un peggioramento delle condizioni economiche dando vita a quello che giornalmente è stato definito come hard landing.

La portata e l'impatto di questa prospettiva sarebbe però tale da prefigurare uno specifico e diverso scenario negativo con caratteristiche ben più devastanti e generalizzate. Tale scenario verrebbe considerato nel caso in cui si confermassero alcuni dati macro-economici negativi che si sono registrati nell'ultimo periodo.

### Matrice Intensità/probabilità



- 01/09/2015 L'indice PMI si posiziona 47,3 il livello più basso dal 2009
- 30/08/2015 Trapela la notizia di 197 persone arrestate con l'accusa di aver diffuso informazioni su internet giudicate negative per l'andamento dei mercati
- 25/08/2015 L'indice di Shanghai perde per il quarto giorno di fila facendo segnare un -7,6%  
Quarto taglio dei tassi di interessi in 9 mesi
- 24/08/2015 La borsa di Shanghai perde l'8,5%, il peggior risultato in otto anni (Black Monday)
- 21/08/2015 A seguito della caduta delle borse cinesi l'indice Dow Jones Industrial Average fa registrare la perdita peggiore dal 2011.
- 19/08/2015 La borsa di Shanghai perde il 5% per poi recuperare fino a un +1,2% grazie all'intervento della China Securities Finance Corp  
  
La Banca Centrale rfinanzia per 100 miliardi di USD due banche di investimento
- 10/08/2015 La People's Bank of China svaluta lo Yuan innescando un'ondata di vendite nelle borse cinesi
- 13/07/2015 Il Ministro della Pubblica sicurezza annuncia che è stata avviata un'indagine su alcune case di brokeraggio accusate di aver operato con vendite allo scoperto
- 08/07/2015 Vengono sospesi dalle negoziazioni circa 1.000 titoli, rendendo impossibile la loro vendita.  
  
Le autorità varano una serie di misure restrittive iniettando al contempo molta liquidità in borsa
- 05/07/2015 21 case di brokeraggio di proprietà statale creano un fondo di 120 miliardi di Yuan (19 mld USD) per acquistare azioni
- 03/07/2015 China Securities Finance Co, di proprietà statale, che opera nel finanziamento dell'operatività di borsa aumenta il proprio capitale da 24 miliardi di Yuan (4 mld USD) a 100 miliardi (16,1 mld USD).  
  
La China Financial Futures Exchange (CFFEX) sospende 19 operatori per un mese con l'accusa di vendite allo scoperto
- 02/07/2015 La CSRC introduce dei titoli prima dell'apertura ufficiale del mercato
- 01/07/2015 Le borse di Shanghai e di Shenzen riducono del 30% le commissioni di negoziazione
- 29/06/2015 Il Governo autorizza il fondo pensione dei pubblici dipendenti ad acquistare azioni fino al 30% del valore del proprio patrimonio
- 27/06/2015 Quarto taglio dei tassi di interesse da dicembre. La Banca Centrale intende dimostrare il proprio sostegno al credito per finanziare l'acquisto di azioni
- 18/06/2015 Le autorità impongono alle case di brokeraggio di limitare le vendite allo scoperto
- 12/06/2015 Le borse cinesi raggiungono il massimo a seguito delle politiche di stimolo per lo sviluppo del mercato azionario promosse nei mesi precedenti dalle autorità

## Mapa causale

