

## L'elefante nella stanza: peso e squilibri del settore immobiliare in Cina

A cura di Claudio Cesaroni

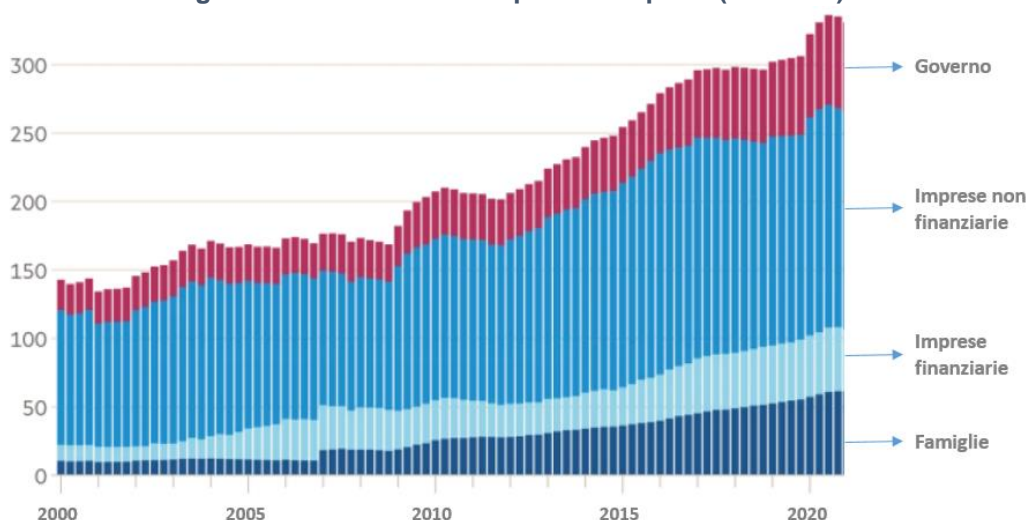
### Executive summary

- ◆ Nell'ultimo decennio il mondo ha mostrato crescente preoccupazione per il rapido aumento dei livelli di debito accumulati in Cina, in particolar modo dal settore delle imprese non finanziarie (circa il 160% del Pil alla fine del 2020); tali timori si acutizzano inevitabilmente in presenza di segnali di rallentamento della crescita del Paese, o quando esso subisce shock di una certa rilevanza, come nel caso della crisi di *Evergrande*.
- ◆ Il settore immobiliare cinese si trova oggi in una bolla che dura da diverso tempo, alimentata da riforme volte a stimolare sia investimenti privati nell'edilizia residenziale sia maggiore crescita economica. Queste politiche, insieme ad alcune peculiarità della domanda di abitazioni, hanno contribuito alla crescita del settore, con l'aggregato *real estate* e costruzioni stimato al 29% del Pil del Paese.
- ◆ Nonostante le dimensioni di *Evergrande* (noto anche come Grande Rinoceronte Bianco) e il peso raggiunto dal settore immobiliare in Cina, la crisi dell'azienda cinese è lontana dal rappresentare il "momento *Lehman*" del Dragone: *Evergrande* non è, infatti, una società finanziaria e i suoi principali investitori istituzionali sono cinesi. La capacità di trasmissione della crisi di liquidità dal gruppo immobiliare cinese ai mercati internazionali è, dunque, molto limitata, complice anche la non completa apertura dei movimenti di capitali nel Paese.
- ◆ Il rischio di un effetto domino nel *property sector*, tuttavia, non è da sottovalutare poiché le imprese immobiliari cinesi presentano elevati livelli di debito (in media, un rapporto passivo/attivo di circa l'80%), risultando così particolarmente vulnerabili a mutamenti della fiducia degli investitori e a strette creditizie da parte del sistema bancario.
- ◆ Il caso *Evergrande* rappresenta un fondamentale banco di prova per la Banca Centrale e per le autorità fiscali cinesi e, più in generale, per lo stesso Xi Jinping. Se da una parte, infatti, è estremamente importante evitare un fallimento disordinato che andrebbe a impattare negativamente l'intera economia cinese, dall'altra il salvataggio pubblico del colosso immobiliare andrebbe a intensificare il problema di *moral hazard* che caratterizza il contesto degli investimenti in Cina e risulterebbe contrario alla campagna di redistribuzione della ricchezza portata avanti da Xi.
- ◆ L'esperienza accumulata dalla Cina in questi anni nella gestione di *default* e ristrutturazioni di importanti controparti bancarie e immobiliari lascia credere che la crisi di *Evergrande* possa risolversi attraverso una dismissione ordinata dei suoi attivi, senza provocare ferite all'economia del Paese.
- ◆ Ci sono però buone probabilità che lo *shock* causato dalla crisi del Grande Rinoceronte Bianco possa ripercuotersi, in maniera indiretta e con intensità variabile, su quei settori che supportano l'attività di sviluppo immobiliare attraverso la fornitura di materiali da costruzione, macchinari e prodotti chimici specifici, mobili e arredi. Questo presenta dei rischi per il nostro relativo export nel Paese che, nel 2019, per tali settori ha quasi raggiunto €2,2 mld (il 17% dell'intero export italiano in Cina).
- ◆ Rassicurazioni per le imprese italiane che vendono in Cina arrivano comunque dalla molteplicità di destinazioni d'uso dei beni venduti, che non si limitano alla sola edilizia residenziale (ad esempio seppur facente parte del settore costruzioni, le infrastrutture presentano un elevatissimo livello di sovrapposizione per quanto riguarda macchinari e materiali utilizzati), come pure dall'elevata qualità di alcuni prodotti, come mobili e arredi, la cui domanda rimane prevalentemente slegata dalle realizzazioni del *property developer* medio cinese.

## Le difficoltà di *Evergrande* e la bolla immobiliare cinese

Nell'ultimo decennio il mondo ha mostrato crescente preoccupazione per il rapido aumento dei livelli di debito accumulati in Cina, in particolar modo dal settore delle imprese non finanziarie, negli anni successivi alla Crisi Finanziaria Globale (CFG) del 2008/09 (Fig. 1). Questi timori, strettamente legati all'aumento del peso e dell'integrazione del Dragone nell'economia mondiale, si acutizzano inevitabilmente in presenza di segnali di rallentamento della crescita del Paese, o quando esso subisce shock di una certa rilevanza. È accaduto nel 2015, quando fenomeni di *panic selling* avevano provocato il crollo della borsa di Shanghai, con le quotazioni cadute del 30% nel giro di tre settimane, ed è successo di nuovo a partire dal mese di settembre 2021, quando hanno iniziato a rincorrersi voci – dimostrate poi tutt'altro che infondate – relative alla probabile insolvenza di *Evergrande*, la seconda maggiore azienda di sviluppo immobiliare in Cina (anche soprannominata Grande Rinoceronte Bianco), stretta tra la morsa di un debito pari a \$300 miliardi e in profonda crisi di liquidità.

Figura 1. Debito della Cina per controparte (% del Pil)



Fonte: Financial Times in base a dati IIF

I timori degli investitori internazionali si sono materializzati il 23 settembre, quando *Evergrande* non ha pagato una cedola sul proprio debito *offshore* del valore di \$84 mln - saldata successivamente, poco prima della scadenza dei 30 giorni oltre i quali il debitore è dichiarato formalmente in default - e a cui sono seguiti mancati pagamenti su altre scadenze. I problemi del colosso immobiliare cinese sono iniziati nel mese di agosto 2020 a seguito dell'introduzione da parte del governo delle *Three Red Line* (3RL)<sup>1</sup>, il cui scopo è di porre limiti al debito dei gruppi immobiliari, cresciuto in modo eccessivo nel corso degli anni, attraverso il controllo di tre indici di bilancio: il rapporto tra passivo e attivo; tra debito e patrimonio netti; e tra circolante e debito a breve termine<sup>2</sup>. Con questo intervento di restrizione del credito, il Grande Rinoceronte Bianco ha cercato fonti finanziarie alternative offrendo sconti sempre maggiori sulle prevendite degli immobili in costruzione, senza tuttavia riuscire a compensare la minore disponibilità delle fonti più tradizionali.

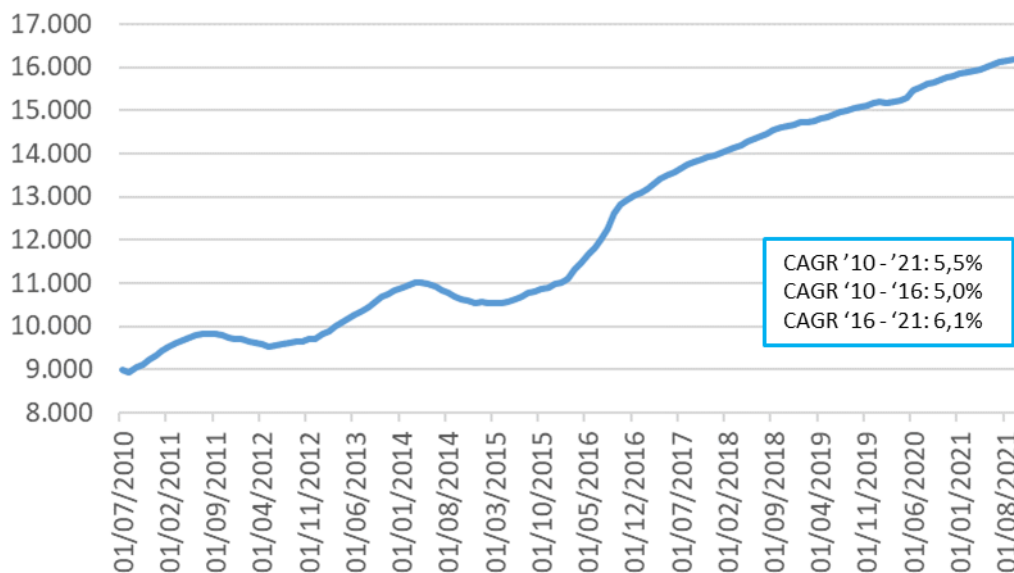
**Le difficoltà di *Evergrande* non sono un caso isolato, ma puntano i riflettori sulla situazione dell'intero settore *real estate* cinese, che si trova in una lunga bolla che dura ormai da diverso tempo.** A partire dalla fine degli anni '80, quando sono state introdotte riforme volte a stimolare l'acquisto di case da parte della

<sup>1</sup> Una recente analisi condotta dal *Financial Times* mostra come almeno la metà dei 30 maggiori *property developer* cinesi non rispetti almeno uno dei requisiti delineati dalle 3RL (<https://www.ft.com/content/d5803d64-5cc5-46f0-bed0-1bc207440f9c>).

<sup>2</sup> Le 3RL stabiliscono un limite al rapporto tra passivo e attivo pari al 70%, tra debito netto e patrimonio netto del 100%, mentre il rapporto tra circolante e debito a breve termine deve essere almeno pari a 1.

popolazione, gli investimenti in edilizia residenziale hanno rappresentato un importante *driver* di crescita e sono stati anche utilizzati come strumento per favorire la ripresa in fasi di congiuntura debole, come nel 2015 e nel 2018. **Da un recente studio di Rogoff e Yang<sup>3</sup> emerge, infatti, che il peso congiunto dei settori *real estate* e costruzioni è addirittura pari al 29% del Pil cinese** – una grandezza paragonabile solo a quella registrata in Spagna e Irlanda prima dello scoppio delle rispettive bolle immobiliari. I cospicui e continui investimenti nelle sole costruzioni – pari al 13,9% del Pil e al 27,3% degli investimenti fissi nominali nel 2020 – hanno generato un rapido aumento del prezzo degli immobili in Cina, con lievi correzioni nel 2012 e nel 2015, che non hanno però intaccato la tendenza ascendente (Fig. 2) e hanno spianato la strada alla crescita dimensionale e all’accumulazione di elevati stock di debito da parte dei gruppi immobiliari domestici.

**Figura 2. Prezzo medio delle case in Cina (CNY per m<sup>2</sup>)\***



\* il prezzo medio è calcolato su un campione di 100 città cinesi  
Fonte: Thomson Reuters Eikon

L’aumento delle quotazioni residenziali è anche supportato da alcune peculiarità della domanda cinese di immobili. **In primis, l’economia è caratterizzata da tassi di risparmio molto elevati** – in lieve calo rispetto al picco del 50% del Pil nel 2010, ma comunque pari al 46% nel 2020 – **a cui non corrispondono adeguate opportunità di investimento, dati un tasso reale sui depositi bancari pari a zero e un andamento piuttosto instabile del mercato azionario** (legato anche alla scarsa profondità dello stesso a livello *retail*), circostanze che hanno creato una distorsione a favore degli acquisti residenziali. **In secondo luogo, la proprietà immobiliare assume particolare rilevanza nella cultura cinese come asset** a complemento del matrimonio. Anche la struttura del sistema fiscale, che non prevede una tassa annuale sulla casa, bensì un’unica imposizione al momento della transazione, ha favorito una strategia di *buy and hold*, alimentando così il mercato degli immobili di nuova costruzione. **Infine, si ricorda come in Cina siano ancora in atto forti dinamiche di incremento dei redditi, nonché processi di migrazione della popolazione dalle aree rurali verso i contesti urbani**, aspetti, anch’essi, che contribuiscono a mantenere alta la domanda di proprietà residenziali.

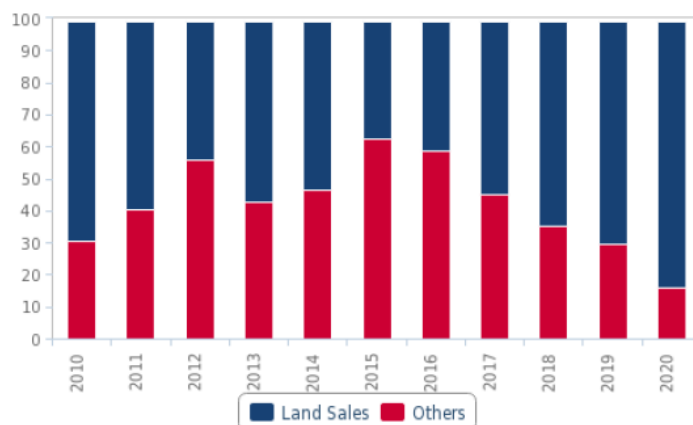
<sup>3</sup> Rogoff e Yang (2020), “Peak China Housing”, NBER Working Paper 27697.

## Preoccuparsi è lecito, ma non siamo di fronte a una nuova *Lehman*

Dato il peso per certi versi eccessivo del settore immobiliare cinese, è comprensibile come le difficoltà finanziarie di uno dei principali *property developer* del Paese abbiano agitato gli analisti, tanto che in questo periodo è stato anche azzardato il paragone con il fallimento di *Lehman Brothers*. Come nel 2015, in occasione dello shock finanziario che colpì l'economia cinese, mostrammo cautela rispetto ad alcune tesi affrettate che dipingevano la stessa come stagnante e con una crescita alimentata esclusivamente da bolle speculative<sup>4</sup>, **anche questa volta vestiamo i panni del pompiere affermando che, sebbene di dimensioni rilevanti, la crisi di Evergrande è ben lontana dal rappresentare il “momento Lehman” della Cina.** Affinché ciò sia vero, dovremmo infatti osservare una situazione di stress diffuso tra la maggior parte degli istituti di credito del Paese, un rapido deterioramento del merito creditizio anche al di fuori del settore immobiliare e un blocco del funzionamento del sistema di approvvigionamento nel mercato interbancario, a cui dovrebbe aggiungersi anche una non corretta gestione della crisi da parte delle autorità cinesi.

**Va ricordato innanzitutto che l'attività principale di Evergrande non è nel settore finanziario, a differenza di Lehman, e i suoi principali investitori istituzionali si trovano in Cina, complice la non completa apertura dei movimenti di capitali nel Paese.** La capacità di trasmissione della crisi di liquidità del colosso immobiliare cinese ai mercati internazionali non è, dunque, nemmeno lontanamente equiparabile a quella dell'ex-banca americana. **In seconda battuta, dall'analisi della consistenza delle passività di Evergrande emerge che i titoli finanziari rappresentano una quota relativamente contenuta,** con le obbligazioni *onshore* e *offshore* che costituiscono una quota complessiva inferiore al 9%, mentre i prestiti bancari valgono meno del 12% del totale (circa \$34 mld)<sup>5</sup>, una cifra importante in termini assoluti, ma comunque modesta rispetto agli oltre \$30.000 mld di prestiti e \$50.000 mld di attivi dell'intero sistema bancario cinese<sup>6</sup>. **A preoccupare maggiormente è, invece, la possibilità che il crack di un singolo possa causare un effetto domino, con ripercussioni sull'intero property sector della Cina.** In uno scenario di questo tipo sarebbe a rischio oltre il 40% degli attivi bancari, legati in modo diretto o indiretto al settore residenziale, così come la ricchezza delle famiglie cinesi, costituita per quasi l'80% da investimenti immobiliari. Un rallentamento molto pronunciato dell'attività di sviluppo immobiliare andrebbe inoltre a colpire in modo marcato le entrate delle amministrazioni locali, che nel 2020 dipendevano per ben l'84% dalla vendita dei terreni ai *property developer* (Fig. 3).

Figura 3. Ricavi delle amministrazioni locali in Cina (% del totale)



Fonte: Fitch Solutions

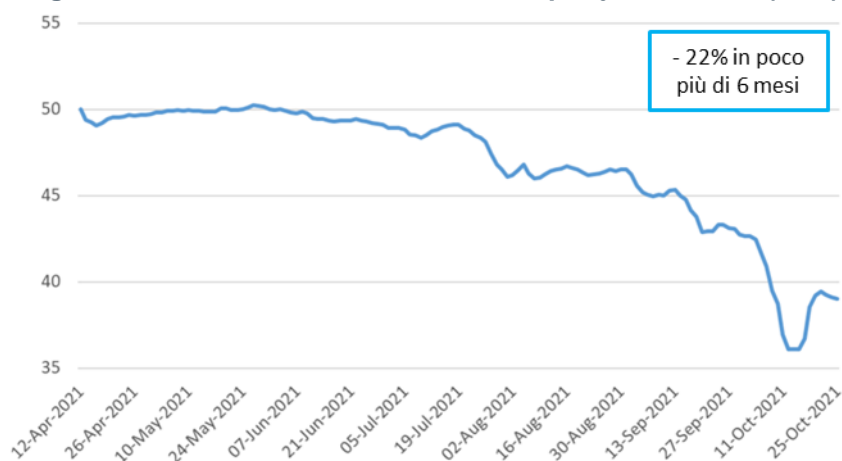
<sup>4</sup> Per ulteriori informazioni si veda SACE, [Focus On - Quant'è profonda la tana del Bianconiglio?](#), settembre 2015.

<sup>5</sup> Il resto delle passività di Evergrande è costituito per circa il 50% da anticipi versati dalla clientela e debiti verso fornitori, per il 14% da prodotti di *wealth management* acquistati dalla clientela retail e per il 9% da altre forme di debito.

<sup>6</sup> Fonte: *China – Banking and Financial Services Report, Q4 2021*, Fitch Solutions.

Sebbene la situazione finanziaria di *Evergrande*, caratterizzata da un rapido aumento delle passività superiore alla media settoriale e da margini di profitto in continua compressione da diversi anni, non debba considerarsi come rappresentativa delle condizioni in cui versa l'intero settore *real estate*, **le imprese immobiliari cinesi risultano comunque altamente indebitate, con un rapporto passivo/attivo pari al 79% nel 2018, ben al di sopra di quello delle imprese industriali (56,5%)<sup>7</sup>**. Il continuo ricorso al debito dei *property developer* li rende, perciò, particolarmente vulnerabili a mutamenti della fiducia degli investitori che comportino un rapido incremento dei rendimenti delle obbligazioni emesse, come quello osservato a partire da metà settembre 2021 e che ha interessato trasversalmente tutti i principali gruppi immobiliari cinesi (Fig. 4). Inoltre, le difficoltà del settore si acuirebbero notevolmente in presenza di una stretta creditizia da parte del sistema bancario e di un crollo delle quotazioni del mercato immobiliare domestico, che potrebbe in parte essere innescato dal tentativo di *Evergrande* di smobilizzare i propri *asset* nel minor tempo possibile, considerato che il colosso cinese rappresenta il 4,2% delle vendite nazionali di immobili residenziali e che questi ultimi compongono il 60% dei suoi attivi.

**Figura 4. Valore di *Premia China USD Property Bond ETF\** (USD)**



\* L'*Exchange Traded Fund* (ETF) replica l'andamento di un indice che raccoglie un campione di *corporate bond* in USD emessi da aziende di sviluppo immobiliare cinesi, con durata massima di 5 anni. Una riduzione del valore dell'indice indica un incremento dei rendimenti delle obbligazioni sottostanti.

Fonte: Thomson Reuters Eikon

## La politica cinese alla prova tra ideali e realtà

Questi scenari, benché preoccupanti, possono essere evitati con interventi appropriati da parte del governo cinese. Il caso *Evergrande* rappresenta un fondamentale banco di prova per la Banca Centrale e per le autorità fiscali cinesi e, più in generale, per lo stesso Xi Jinping. Se da una parte, infatti, è estremamente importante evitare un fallimento disordinato che andrebbe a impattare negativamente l'intera economia cinese, dall'altra il salvataggio pubblico del colosso immobiliare andrebbe a intensificare il problema di *moral hazard* che caratterizza il contesto degli investimenti in Cina. Nel Paese domina, infatti, l'idea della presenza di una garanzia implicita da parte dello Stato a favore delle imprese a controllo pubblico e degli operatori di importanza sistemica; un salvataggio rappresenterebbe pertanto un cambio di rotta significativo rispetto all'obiettivo dichiarato del governo di ridurre gli squilibri finanziari nel settore immobiliare e di raggiungere una crescita economica di maggiore qualità.

<sup>7</sup> Fonte: China National Bureau of Statistics – Statistical Yearbook 2019.



**Negli ultimi due anni gli interventi pubblici di Xi Jinping sono stati, infatti, caratterizzati da un ricorso sempre più intenso ai concetti di “*dual circulation*” e “*common prosperity*”, tra loro diversi, ma, per certi versi, strettamente interconnessi. Per *dual circulation strategy* si intende un approccio allo sviluppo della Cina basato su due pilastri: da una parte la circolazione internazionale di merci e capitali, che continua a puntare sul ruolo dominante delle esportazioni e sulla capacità del Paese di attrarre investimenti esteri e di investire, a sua volta, nei mercati oltreconfine; dall'altra la circolazione interna, rappresentazione della volontà di accrescere i consumi domestici e di sviluppare una manifattura di qualità più elevata, tale da rendere l'economia meno dipendente dalla tecnologia straniera (aspetto collegato anche alle crescenti tensioni con gli Stati Uniti). **Se fino al passato recente Pechino ha alimentato la propria crescita soprattutto facendo leva sulla circolazione internazionale – ossia sulla produzione a basso costo orientata all'export – ora sembra arrivato il momento di promuovere maggiormente la circolazione interna.** Il termine *common prosperity*, utilizzato per la prima volta da Mao Zedong negli anni '50 e ripetuto da Deng Xiaoping negli anni '80, indica una redistribuzione della ricchezza dai redditi eccessivamente elevati a quelli della classe media e dei ceti meno abbienti. Questo concetto è diventato particolarmente caro a Xi, che in un intervento in occasione del decimo meeting del *Central Committee for Financial and Economic Affairs* lo scorso 17 agosto 2021 lo ha definito elemento alla base del socialismo e ingrediente fondamentale di una crescita bilanciata e della stabilità finanziaria del Paese<sup>8</sup>. L'orientamento politico a supporto della *common prosperity* aiuta anche a comprendere meglio le ragioni dietro il giro di vite che, a partire dalla fine del 2020, ha colpito personalità importanti della società cinese, diventate estremamente ricche e influenti, così come grandi aziende private a forte vocazione capitalista (come quelle del settore immobiliare) o in grado di influenzare la cultura nazionale, allontanandola dagli ideali propri del Partito Comunista (come quelle operanti nei settori *tech* e dell'istruzione)<sup>9</sup>. **È interessante notare come gli obiettivi di *dual circulation* e *common prosperity* possano, con l'impiego delle giuste politiche, essere perseguiti parallelamente e supportarsi vicendevolmente: lo sviluppo di una manifattura di qualità più elevata e di tecnologie indigene richiede un reindirizzamento degli investimenti da quei settori caratterizzati da rendimenti bassi o addirittura negativi (come quello immobiliare) verso quelli della *new economy* a più elevata produttività, con conseguenti effetti sulla riduzione degli squilibri finanziari. Allo stesso modo, il processo di redistribuzione della ricchezza agirebbe anche da stimolo ai consumi domestici<sup>10</sup>.****

Alla luce di queste considerazioni, appare evidente come la gestione del caso *Evergrande* vada ben oltre la valutazione dei puri impatti economici dei diversi scenari possibili, rappresentando, al contrario, un test di fondamentale importanza per la credibilità di Xi Jinping. Sul fronte domestico, l'approccio redistributivo di cui il Presidente cinese si è fatto portavoce presenta una relativa severità nei confronti di personalità miliardarie e della speculazione edilizia; sul fronte internazionale, Xi deve evitare di trasmettere l'immagine di una Cina in difficoltà economica, in seguito a una crisi scaturita dallo scoppio di una bolla immobiliare come avvenne per gli USA nel 2008, rafforzando invece il messaggio che il Paese sia più preparato nella gestione delle crisi finanziarie (come pure di quelle sanitarie).

**Come si comporterà, dunque, il governo cinese? In linea di principio, gli approcci possibili sono sostanzialmente tre: (i) lasciare che *Evergrande* vada in bancarotta, lanciando così un chiaro messaggio al resto del settore immobiliare; (ii) salvare l'azienda, essendo questa semplicemente *too big to fail*; (iii) intervenire solo per garantire una dismissione ordinata dei suoi asset.** Sebbene la scelta della prima opzione segnalerebbe una completa aderenza agli obiettivi economici di Xi, il rischio che un

<sup>8</sup> “Assessing China's ‘common prosperity’ campaign”, The Brookings Institution, 2021 ([Assessing China's “common prosperity” campaign \(brookings.edu\)](https://www.brookings.edu)).

<sup>9</sup> Oltre alla stretta regolamentare sui *property developer* con l'introduzione delle 3RL, a partire dalla fine del 2020 il governo cinese ha, nell'ordine: bloccato l'IPO dell'azienda tecnologica *Ant Group* fondata da Jack Ma, miliardario fondatore di *Alibaba* e critico di Xi; condotto investigazioni sulla compagnia di *ride-hailing Didi Chuxing*, causandole un crollo dei corsi azionari; estromesso le società *for-profit* e quelle private dalla maggior parte dei servizi offerti nel settore dell'istruzione. I *target* non si sono limitati alle sole persone giuridiche, bensì anche a quelle fisiche. Ad esempio, le principali piattaforme *social media* e i maggiori siti streaming del Paese sono stati costretti a eliminare ogni riferimento a Zhao Wei, attrice miliardaria amica di Jack Ma.

<sup>10</sup> È probabile che queste tematiche verranno affrontate anche in occasione del sesto *Plenum* del Comitato Centrale del Partito Comunista cinese, iniziato l'8 novembre 2021 e della durata di quattro giorni, che dovrebbe permettere a Xi Jinping di consolidare il proprio potere ottenendo un inedito terzo mandato.

fallimento non controllato possa diffondersi rapidamente all'interno del settore fino a raggiungere il sistema bancario è oggettivamente troppo elevato per giustificare una completa mancanza di sostegno, soprattutto considerato il ruolo delle banche domestiche nel finanziamento del debito dell'ampio universo pubblico del Paese. Per ragioni diametralmente opposte, è difficile credere in un salvataggio completo di *Evergrande*. Il gruppo immobiliare fonda, infatti, il proprio modello di *business* su investimenti altamente speculativi in un settore di fondamentale importanza nella società cinese: nel 2017 lo stesso Xi aveva affermato, rivolgendosi al 19° Congresso del Partito Comunista, che "le case servono per vivere, non per speculare"<sup>11</sup>. Inoltre, il salvataggio di *Evergrande* implicherebbe anche quello di Hui Ka Yan, fondatore e principale azionista del gruppo con una quota pari al 70%, nonché il quinto uomo più ricco della Cina con un patrimonio stimato in oltre \$35 mld alla fine del 2020<sup>12</sup>, una scelta politica tutt'altro che in linea con la retorica della *common prosperity*<sup>13</sup>. **Una ristrutturazione parziale e ordinata a guida statale sembra, al momento, la strada che le autorità cinesi seguiranno con maggiore probabilità**, cercando di offrire massima tutela ai fornitori, agli investitori *retail* e soprattutto a coloro che hanno versato importanti anticipi per l'acquisto di case di nuova costruzione, senza averle ancora ricevute in consegna.

**L'esperienza accumulata dalla Cina in questi anni nella gestione di *default* e ristrutturazioni di importanti controparti bancarie e immobiliari, trovatasi in difficoltà a seguito delle politiche di *deleveraging* portate avanti dall'esecutivo di Pechino, lascia ben sperare che la crisi di *Evergrande* possa risolversi senza provocare ferite all'economia del Paese.** Nel 2020 il governo ha lasciato fallire la banca regionale *Baoshang*, garantendone comunque i depositi e utilizzando fondi pubblici per limitare le perdite dei creditori; nel corso del 2021 le autorità fallimentari nazionali hanno preso il controllo del conglomerato *HNA* – gruppo con investimenti in diversi settori come aviazione, proprietà immobiliari, servizi finanziari, turismo e logistica, e con debiti per quasi \$80 mld – incorporandola in quattro diverse entità. Sempre nel 2021 il governo cinese è intervenuto a parziale salvataggio di *Huarong*, *asset management company* a controllo pubblico, dopo l'arresto del suo presidente per il reato di corruzione. Nonostante la comprovata esperienza del Paese nella gestione delle crisi aziendali, permangono tuttavia rischi al ribasso qualora il consolidamento forzato del settore immobiliare conduca un numero crescente di operatori in condizioni di *stress*: a quel punto il processo di dismissione ordinata degli attivi diventerebbe, oggettivamente, molto più complesso. **Al momento la Cina ha dato disposizione alle istituzioni finanziarie di lavorare a fianco dei governi locali per evitare un eccessivo raffreddamento del mercato immobiliare**<sup>14</sup>, mentre la Banca Centrale ha rilasciato a metà ottobre la prima dichiarazione ufficiale sul caso *Evergrande*, rassicurando sulla capacità di gestire gli *spillover* della crisi sul sistema finanziario<sup>15</sup>.

## Quali conseguenze per la Cina e per gli esportatori italiani?

**Anche se la crisi di *Evergrande* sarà arginata, la Cina non uscirà completamente indenne da questa vicenda.** Le difficoltà finanziarie del secondo principale *property developer* del Paese rappresentano i sintomi di un problema ben più ampio: le proporzioni raggiunte dal settore immobiliare e gli squilibri finanziari dei suoi principali attori evidenziano i profondi difetti del modello "build, build, build", che ha contribuito in larga parte alla straordinaria crescita dell'economia cinese e che oggi viene riconosciuto come fonte di pericolo, dal punto di vista sia economico che sociale.

La sensazione, come già anticipato nel paragrafo precedente, è quella di trovarsi di fronte a un cambio strutturale nella gestione della politica economica cinese: **il raggiungimento di elevati tassi di crescita**

<sup>11</sup> Fonte: [Housing Should Be for Living In, Not for Speculation, Xi Says - Bloomberg](#).

<sup>12</sup> Fonte: [Xi Jinping weighs future of Evergrande as he targets third term | Financial Times \(ft.com\)](#).

<sup>13</sup> A questo proposito, sembra che le autorità cinesi abbiano chiesto proprio allo stesso fondatore di *Evergrande* di coprire il pagamento degli interessi dovuti ai *bondholder* del gruppo con le proprie ricchezze personali ([China Urges Hui Ka Yan to Tap Own Wealth: Firms to Repay: Evergrande Update - Bloomberg](#)).

<sup>14</sup> Fonte: [China Tells Bankers to Support Property Market, Homebuyers - Bloomberg](#).

<sup>15</sup> Fonte: [China's central bank says spillover from Evergrande crisis 'controllable' | Financial Times \(ft.com\)](#).

economica, che ha rappresentato fino al 2019 un *target* esplicito della politica di Pechino, appare ora in secondo piano rispetto a obiettivi più prettamente qualitativi<sup>16</sup>. Sembra, dunque, ragionevole aspettarsi una convergenza dell'economia cinese verso tassi di crescita ben più moderati rispetto a quelli realizzati nei decenni 2000-09 (10,3% in media) e 2010-19 (7,7%): un recente studio del Fondo Monetario Internazionale (FMI) indica un rallentamento su valori prossimi al 5% entro il 2025 e al 4% entro il 2030<sup>17</sup>. Considerati il contributo del Dragone alla crescita globale e il suo peso come mercato di sbocco dell'export, le conseguenze della frenata cinese saranno avvertite dalla maggior parte delle economie mondiali.

**Tornando, invece, agli effetti più immediati della crisi di *Evergrande*, tutto lascia pensare che essa non rimarrà un caso isolato, diffondendo i suoi effetti tra i *property developer* cinesi più fragili sotto il profilo finanziario.** Pochi giorni dopo il mancato pagamento di *Evergrande* di una cedola obbligazionaria in dollari anche il gruppo immobiliare *Fantasia*, di dimensioni inferiori ma con un debito elevato, non è stato in grado di onorare un'obbligazione del valore di \$206 mln, alimentando i timori di un effetto contagio. Gli investitori internazionali hanno manifestato la loro preoccupazione attraverso la vendita massiccia di titoli obbligazionari di aziende immobiliari cinesi denominati in dollari, provocando da lato un forte crollo del valore degli stessi, e, dall'altro, i primi *downgrade* nel settore<sup>18</sup>. **Sul fronte domestico, il mercato immobiliare inizia a mostrare segnali di raffreddamento**, con l'indice dei prezzi delle case di nuova costruzione in riduzione dello 0,1% circa a settembre 2021 rispetto al mese precedente, la prima contrazione dal 2015<sup>19</sup>.

**Ci sono buone probabilità che lo *shock* causato dalla crisi di *Evergrande* possa colpire, in maniera indiretta e con intensità variabile, quei settori che supportano l'attività di sviluppo immobiliare attraverso la fornitura di materiali da costruzione, macchinari e prodotti chimici specifici, mobili e arredi.** Analizzando la composizione dell'export italiano in Cina, le categorie di beni che potrebbero subire una contrazione della domanda riconducibile al rallentamento dell'attività del settore immobiliare rappresentano il 17% delle vendite totali nel Paese nel 2019<sup>20</sup> (lo 0,5% del nostro export verso il mondo), per un valore di quasi €2,2 mld (Fig. 5). Di questi, il 21% è costituito da macchinari per l'edilizia, principalmente macchine movimento terra e per la lavorazione di materiali come ceramica, pietra, calcestruzzo, gomma e plastica; poco meno del 20% sia dai metalli che dai macchinari per la lavorazione degli stessi, essendo il settore delle costruzioni il principale *driver* della domanda cinese di acciaio, con un forte ruolo anche in quella di rame e alluminio; ben il 24% è rappresentato da prodotti del settore mobili e arredo. Numeri inferiori sono riconducibili ai settori di gomma e plastica (2%), chimica (6%, principalmente vernici e prodotti per il trattamento dei metalli), mentre l'industria estrattiva (9%) potrebbe essere colpita da una riduzione dell'export di marmo e travertino.

<sup>16</sup> Nel 2020 la Cina non ha dichiarato un *target* di crescita per la prima volta in 25 anni, mentre l'obiettivo di almeno il 6% fissato per il 2021 è parso abbastanza conservativo, tenuto anche conto dell'effetto base dell'anno precedente. Più in generale, a partire dal 2014 il rallentamento della crescita cinese viene definito da Xi Jinping come "new normal", dettato dal cambio di rotta nella politica di sviluppo del Paese.

<sup>17</sup> Zhu, Zhang e Peng (2019), "China's Growth Potential - A Stocktaking and Reassessment", IMF WP/19/263.

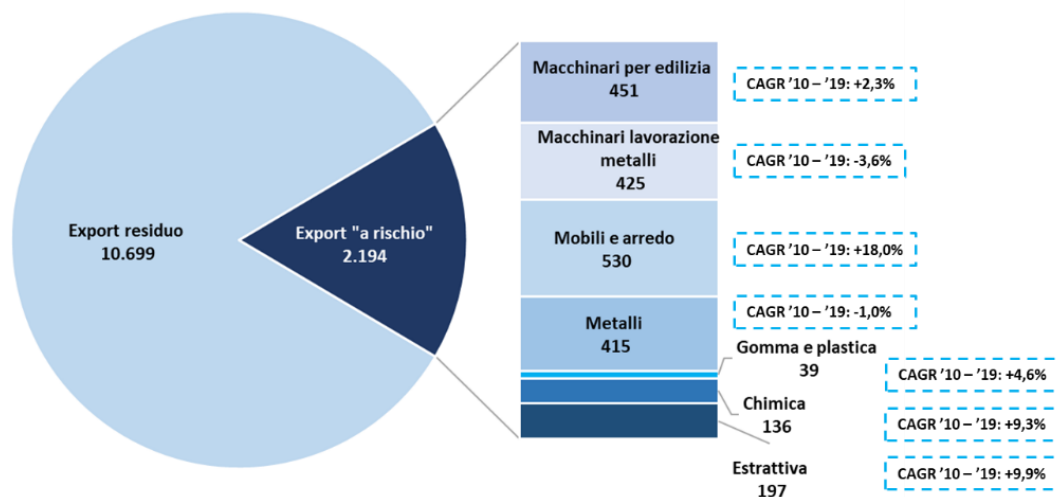
<sup>18</sup> Come quelli decisi da Standard and Poor's nei confronti di due aziende di rilievo, E-House e Greenland Holdings. Fonte: [Chinese property firms suffer fresh downgrades amid Evergrande crisis | Reuters](#).

<sup>19</sup> Fonte: [China new home prices hit by first month-on-month fall since 2015 | Financial Times \(ft.com\)](#).

<sup>20</sup> È stato scelto di utilizzare i dati del 2019 anziché i più recenti datati 2020 per isolare gli effetti della pandemia. Il risultato della selezione, condotta a un livello di disaggregazione a 4 *digit*, ha individuato 112 codici doganali.



Figura 5. Composizione dell'export italiano interessato dal rallentamento del settore immobiliare in Cina (2019, €/mln)



Fonte: Elaborazioni SACE su dati ISTAT e UN Comtrade

Sebbene il €2,2 mld dell'export in Cina costituisca una cifra ragguardevole, va precisato che questa selezione rappresenta solo un esercizio volto a quantificare, in via preliminare, quella parte di export potenzialmente interessata da un rallentamento dell'attività di sviluppo immobiliare nel Paese. **La maggior parte dei beni identificati all'interno di ogni gruppo presenta, infatti, molteplici destinazioni d'uso che non si limitano alla sola edilizia residenziale:** un esempio su tutti, rimanendo all'interno del settore delle costruzioni, è rappresentato dalle infrastrutture, con un elevatissimo livello di sovrapposizione per quanto riguarda macchinari e materiali utilizzati. Anche il comparto mobili e arredi italiano potrà continuare a trovare ampio sbocco in Cina seppure in presenza di un rallentamento del settore immobiliare, distinguendosi per la qualità superiore rispetto alle produzioni domestiche ed essendo, dunque, perlopiù slegato dalle realizzazioni del *property developer* medio cinese<sup>21</sup>.

Proprio la composizione delle esportazioni italiane nel Paese (come pure nel resto del mondo), caratterizzata prevalentemente da prodotti della manifattura, offrirà alle stesse maggior riparo dallo shock che sta colpendo il *property sector* cinese, a differenza dei Paesi esportatori di *commodity* che subiranno maggiormente le conseguenze della minor domanda di materie prime e materiali ampiamente utilizzati dal settore delle costruzioni.

<sup>21</sup> A conferma di questa considerazione, delle 4 voci tra le 112 selezionate che compaiono anche nella lista del *Bello e Ben Fatto* – espressione dei prodotti di maggiore qualità della manifattura italiana – stilata dal Centro Studi Confindustria, 3 appartengono al comparto mobili e arredo.

## Conclusioni

I problemi legati al debito di *Evergrande*, il secondo maggiore *property developer* cinese sull'orlo del fallimento, sono diventati l'argomento centrale dei mercati finanziari globali in questi ultimi mesi del 2021. Al di là dell'indiscussa importanza dell'azienda e della centralità del settore immobiliare nell'economia del Paese, le preoccupazioni espresse da diversi analisti e investitori riguardo la stabilità finanziaria della Cina sono soprattutto riconducibili all'apparente cambio di rotta nella conduzione politica da parte di Xi Jinping. L'attenzione riposta dal Presidente cinese nei confronti della riduzione delle disuguaglianze sociali e degli squilibri finanziari piuttosto che verso il raggiungimento di elevati tassi di crescita economica, così come la ricerca di una maggiore qualità degli investimenti, generano, infatti, incertezza rispetto all'atteggiamento verso settori – come quello immobiliare – che finora avevano beneficiato di un ampio supporto da parte del governo. Allo stesso tempo, la crisi di *Evergrande* si colloca in un momento storico di forte confronto tra la Cina e gli Stati Uniti (e, più in generale, tra la Cina e l'Occidente). Essa rappresenta, pertanto, un importante test di credibilità per il governo cinese, che si impegnerà a far trasparire assoluta competenza nella gestione dello shock che sta colpendo il settore immobiliare domestico, evitando di ripetere gli errori commessi dall'amministrazione americana nella serie di eventi che hanno condotto alla CFG del 2008/09.

I termini dell'intervento delle autorità di Pechino nella gestione del caso *Evergrande* saranno, dunque, condizionati dalla necessità di trovare una sintesi tra l'obiettivo di riformare il modello economico del Paese e quello di prevenire *spillover* sistemici. Nello scenario a maggiore probabilità di accadimento, il governo dovrebbe intervenire per garantire una ristrutturazione ordinata degli attivi di *Evergrande*, limitando il più possibile i contraccolpi economici che saranno, però, inevitabilmente avvertiti dagli operatori immobiliari cinesi più fragili, con un rallentamento dell'attività dell'intero settore.

Al di fuori dei confini domestici, le conseguenze della crisi del *property sector* cinese interesseranno anche gli esportatori italiani che forniscono beni (materiali, macchinari, mobili e prodotti chimici) al settore immobiliare cinese, rischiando di mettere fine all'aumento della domanda osservato negli ultimi anni in quasi tutti i comparti "a rischio" individuati nel paragrafo precedente. Mentre i dati relativi ai primi 8 mesi del 2021, che non possono ancora rappresentare le conseguenze del caso *Evergrande*, indicano una tendenza generalmente positiva per i comparti individuati rispetto al 2019 (+6% a/a), l'incertezza relativa ai periodi futuri potrebbe essere mitigata da due fattori principali: da una parte, le molteplici destinazioni d'uso della maggior parte dei beni esportati, che possono trovare sbocco nell'industria pesante e, più in generale, nel settore delle costruzioni cinesi; dall'altra, la qualità, percepita ed effettiva, del *Made in Italy*, con particolare riferimento al settore mobili e arredo, che rappresenta quasi un quarto dell'"export a rischio" e che nel decennio dal 2010 al 2019 è cresciuto a un tasso medio annuo del 18%.