

I risvolti del rallentamento economico sulla stabilità sociale preoccupano ulteriormente il Partito

- La crescita del PIL è rallentata da 1,6% t/t nel 3° trimestre a 1,5% t/t nel 4° trimestre. Ciò ha portato la crescita tendenziale a 6,4% a/a da 6,5% nel trimestre precedente, e a 6,6% nell'intero 2018, in linea con l'obiettivo governativo. La riaccelerazione del settore industriale, sostenuta dal rimbalzo delle costruzioni, non è riuscita a compensare il rallentamento del settore agricolo e, soprattutto, dei servizi. L'indicatore anticipatore dell'OCSE è lievemente salito tra ottobre e novembre, in linea con il miglioramento di alcuni dati di attività reale, quali la produzione di cemento e metalli o l'aumento della superficie in costruzione, legati alla tenuta del settore immobiliare. Altri dati, quali l'andamento del credito, la decelerazione dei consumi, la frenata delle importazioni e il calo degli ordini e della fiducia delle imprese restano coerenti con un rallentamento nel 1° trimestre.
- L'impulso del credito è stato negativo anche nel 4° trimestre e, dato l'aumento dei crediti incagliati e dei default, ci attendiamo che possa tornare solo in modesto miglioramento nel 1° trimestre del 2019. Il ritardo di almeno un trimestre con cui l'impulso si trasferisce all'attività produttiva prefigura che la crescita economica possa rallentare almeno fino alla prima metà del 2019 per poi riaccelerare sostenuta da condizioni monetarie più espansive e dalle numerose misure fiscali approvate a sostegno di famiglie e imprese. Confermiamo la nostra previsione di un rallentamento della crescita da 6,6% nel 2018 a 6,3% nel 2019.
- I rischi sul 2019 sono al ribasso e provengono principalmente dall'escalation internazionale della guerra commerciale che, nello scenario peggiore, secondo alcune stime potrebbe limare la crescita della Cina fino a 1,6%. La tregua raggiunta al G20 e un probabile accordo parziale su alcune richieste degli USA dovrebbero consentire di evitare ulteriori aumenti tariffari e una frenata dell'export nel 1° trimestre ma difficilmente porteranno a un accordo risolutore. A questo rischio si aggiunge quello di rallentamento della domanda interna dovuto a una dinamica del credito e degli investimenti peggiore delle attese.
- In una riunione delle più alte cariche del Partito a fine gennaio è emersa la forte preoccupazione delle Autorità per i rischi per la stabilità sociale e per la prosecuzione delle riforme che possono derivare dal rallentamento dell'economia in un anno ricco di anniversari, con connotazioni sensibili per il Partito, che potrebbero stimolare il dissenso sociale. In attesa delle "due sessioni" le varie Autorità competenti hanno annunciato ulteriore sostegno dalla politica fiscale e una politica monetaria "prudente", flessibile e mirata. Ci aspettiamo che la PBoC continui a mantenere ampia la liquidità attraverso le varie finestre di rifinanziamento, fornendo supporto in particolare alle piccole e medie imprese. Riteniamo, inoltre, che ricorrerà ad altri tagli della riserva obbligatoria e dei tassi delle operazioni di rifinanziamento cercando ancora di evitare ritocchi ai tassi benchmark.
- La tregua commerciale e la forte revisione al ribasso sul profilo dei rialzi della Fed hanno favorito un riapprezzamento del cambio USD/CNY. Una correzione delle aspettative del mercato sulle mosse della FED più in linea con il nostro scenario centrale e l'ulteriore allentamento delle condizioni monetarie atteso in Cina dovrebbero far ritracciare il cambio. Uno stallo nei rapporti commerciali con gli USA e dati macroeconomici che segnalano il rallentamento dell'economia cinese costituiscono ulteriori fattori di rischio al ribasso sul cambio.

7 febbraio 2019

ASIA

Scheda Paese

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

International Research
Network

Silvia Guizzo
Economista – Asia Emergenti

	Precedente	Attuale
Fitch*	A / stabile	A+ / stabile
Moody's*	Aa3 / stabile	A1 / stabile

*rating su debito sovrano a lungo termine in valuta estera. Fonte: Bloomberg

PIL a/a e previsioni

	2016	2017	2018	P	2019	P
Intesa Sanpaolo	6.7	6.9	6.6	6.3		
FMI	6.7	6.9	6.6	6.2		
Banca Mondiale	6.7	6.9	6.5	6.2		
ADB	6.7	6.9	6.6	6.4		
EIU	6.7	6.9	6.6	6.3		
Consenso Bloomberg	6.7	6.9	6.6	6.2		

Fonte: Intesa Sanpaolo e OEF, FMI, Banca Mondiale, ADB, EIU, Bloomberg

CPI a/a e previsioni

	2016	2017	2018	P	2019	P
Intesa Sanpaolo	2.0	1.5	2.1	2.3		
FMI	2.0	1.6	2.2	2.4		
Banca Mondiale	2.0	1.6	2.0	2.1		
ADB	2.0	1.6	2.4	2.3		
EIU	2.1	1.5	2.0	2.8		
Consenso Bloomberg	2.0	1.6	2.1	2.2		

Fonte: Intesa Sanpaolo e OEF, FMI, Banca Mondiale, ADB, EIU, Bloomberg

Per importanti comunicazioni si rimanda all'ultima pagina.

Economia reale e inflazione

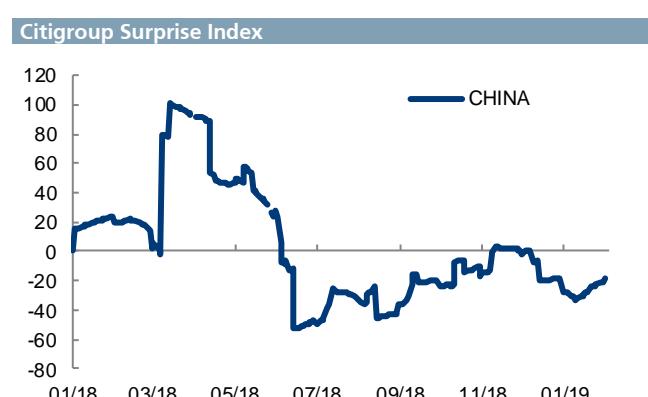
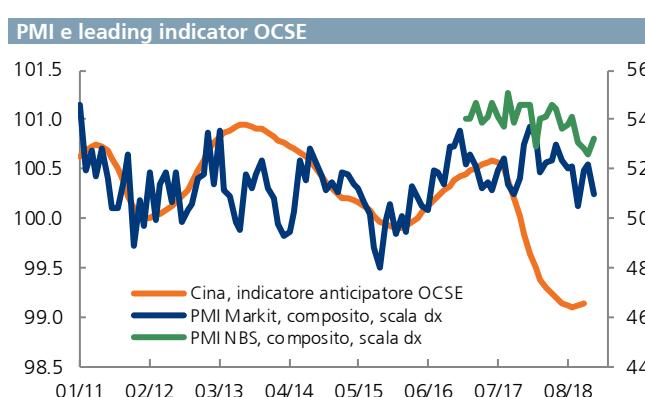
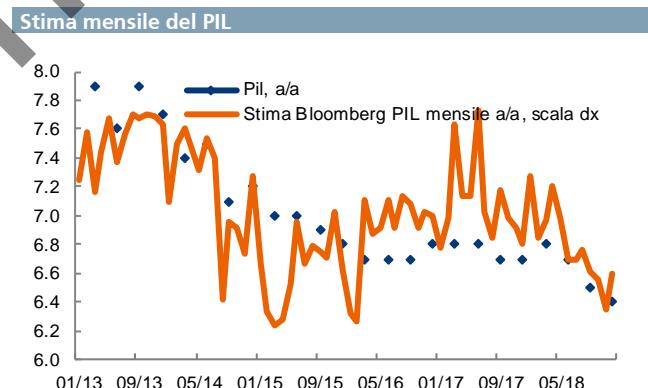
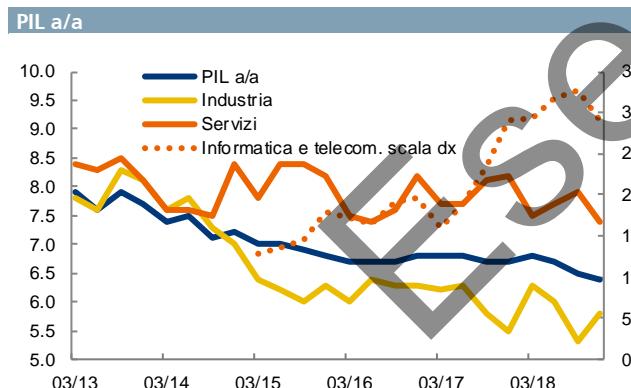
La crescita del PIL è rallentata da 1,6% t/t nel 3° trimestre a 1,5% t/t nel 4° trimestre. Ciò ha portato la crescita tendenziale a 6,4% a/a da 6,5% nel trimestre precedente. Il 2018 si è così chiuso con una crescita del 6,6% a/a, in linea con l'obiettivo governativo.

La riaccelerazione del settore industriale (a 5,8% a/a nel 4° trimestre da 5,3% nel 3°), sostenuta dal rimbalzo delle costruzioni, non è riuscita a compensare il rallentamento del settore agricolo e, soprattutto, dei servizi (a 7,4% a/a da 7,9% a/a nel 3° trimestre). Tra i servizi ha pesato negativamente la dinamica dei settori del commercio e di ristorazione e turismo, che ha toccato un minimo in un trend di indebolimento che prosegue dal 2° trimestre del 2017, seguita poi dal settore immobiliare. I servizi di intermediazione finanziaria e quelli dei trasporti sono invece accelerati, e la dinamica di quelli dell'ICT, pur in rallentamento, è rimasta ancora sorprendentemente elevata (+29,1% a/a). L'indice PMI Markit dei servizi si è comunque stabilizzato in area 53 negli ultimi tre mesi, fornendo indicazioni di miglioramento per il settore. Dal lato della domanda la decelerazione ha riguardato sia i consumi sia gli investimenti, con un contributo negativo del canale estero.

L'indicatore anticipatore dell'OCSE è lievemente salito tra ottobre e novembre, in linea con il miglioramento di alcuni dati di attività reale, per esempio la produzione di cemento e metalli o l'aumento della superficie in costruzione, legati alla tenuta del settore immobiliare. Altri dati, quali l'andamento del credito, la decelerazione dei consumi, la frenata delle importazioni e il calo degli ordini interni e della fiducia delle imprese rimangono coerenti con un rallentamento dell'economia nel 1° trimestre.

La crescita rallenta ancora nel 4° trimestre con un indebolimento della dinamica dei servizi

I dati mensili rimangono, nel complesso, coerenti con un rallentamento dell'economia nel 1° trimestre



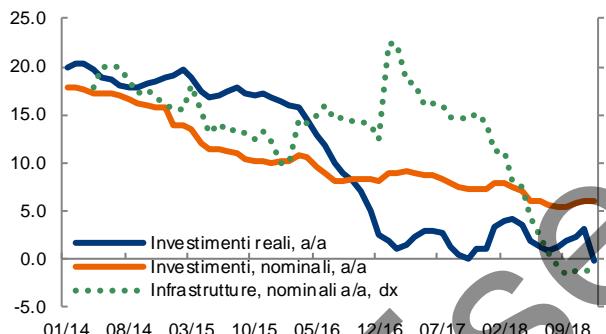
Gli **investimenti fissi nominali** sono saliti del 5,9% a/a nel 2018, in rallentamento rispetto al 7,2% nel 2017, con un tasso di crescita cumulato stabile tra novembre e dicembre.

La **moderata accelerazione degli investimenti del settore privato** (da 6% a/a nel 2017 a 8,7% nel 2018), guidata dal settore minerario, manifatturiero e immobiliare, non ha completamente compensato la netta decelerazione degli investimenti delle imprese statali (da 10,1% a/a nel 2017 a 1,9% nel 2018), determinata principalmente dalla **frenata delle infrastrutture** (da 19% a/a nel 2017 a 3,8% nel 2018).

La **ripresa degli investimenti del settore manifatturiero** (da 4,8% a/a nel 2017 a 9,5% nel 2018) è guidata dai settori dell'industria dei metalli e della chimica ma anche dell'ICT, del riciclo dei materiali e della gestione ambientale. Gli investimenti del settore delle costruzioni e del commercio sono invece rimasti in contrazione per il terzo anno consecutivo.

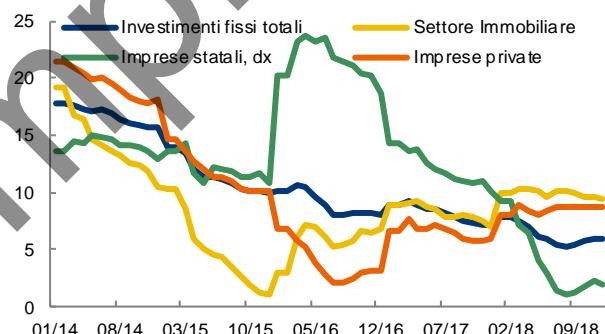
Gli investimenti del settore immobiliare hanno chiuso il 2018 con una crescita del 9,5% a/a, in accelerazione rispetto al 7% nel 2017 trainati dall'edilizia residenziale (da 9,4% a/a nel 2017 a 13,4% nel 2018), registrando una decelerazione solo marginale nell'ultimo trimestre dell'anno.

Investimenti fissi



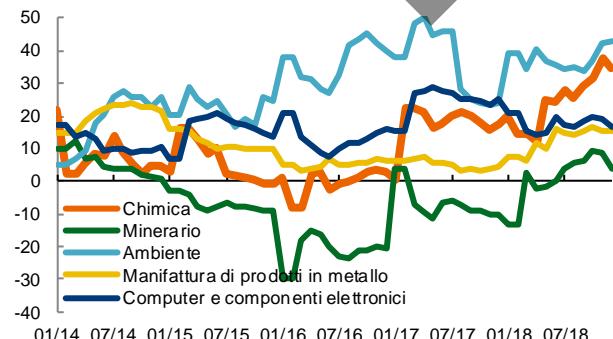
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Investimenti fissi nominali per tipo di imprese (var. % a/a)



Fonte: CEIC

Investimenti fissi nominali per settore (var. % cum. a/a)



Fonte: CEIC

Investimenti fissi nominali per utilizzo di fondi (var. % a/a)



Fonte: CEIC

Il rallentamento degli investimenti in infrastrutture è parzialmente compensato dall'accelerazione in altri settori

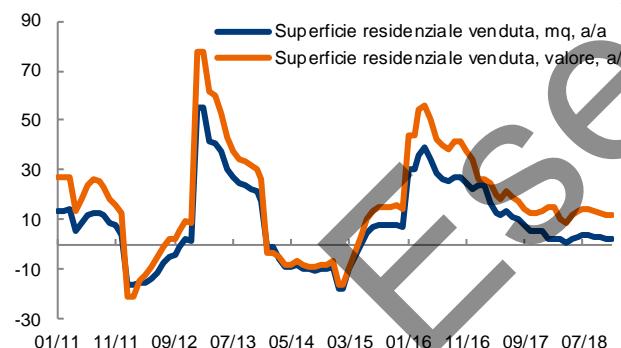
L'andamento delle **vendite di abitazioni** è rimasto fiacco in termini di superficie venduta (2,2% nel 2018), ma **sostenuto in valore** (+14,7% a/a). I prezzi degli immobili residenziali hanno infatti continuato a salire. Le Autorità a fine dicembre hanno ribadito la propria contrarietà alla speculazione nel mercato immobiliare promettendo misure più mirate e diversificate per città.

La superficie residenziale su cui si sono avviati i lavori è salita a ritmo sostenuto nel 2018 (19,7% vs. 10,5% nel 2017) e la **superficie in costruzione sta accelerando** ma la dinamica degli acquisti di terreni, a due cifre e a prezzi sempre più elevati (14,2% a/a nel 2018), sarà difficilmente sostenibile anche nel 2019.

Ci aspettiamo infatti che l'andamento delle transazioni si indebolisca nel corso dell'anno per diversi fattori: le misure anti-speculative, solo parzialmente allentate in alcune città nell'ultima parte del 2018 (Guangzhou, Hefei, Zhuhai, Heze), rimarranno generalmente in vigore e potrebbero anche tornare ad inasprirsi in caso di ulteriori aumenti dei prezzi; gli effetti della campagna per la modernizzazione delle abitazioni, che ha sostenuto i prezzi nelle città di seconda e terza fascia, stanno scemando; il credito a lungo termine alle famiglie è in rallentamento e i tassi sui mutui sono stati in aumento almeno fino al 3° trimestre.

Da ultimo, la riduzione dello stock di invenduto rispetto ai picchi di inizio 2017 (-16,8% a/a nel 2018 a livello nazionale, e pari a 250 milioni di m²) potrebbe essersi ormai esaurita dato l'aumento della superficie residenziale completata atteso nei prossimi trimestri. Gli investimenti in edilizia residenziale dovrebbero quindi rallentare moderatamente nel 2019.

Superficie residenziale venduta



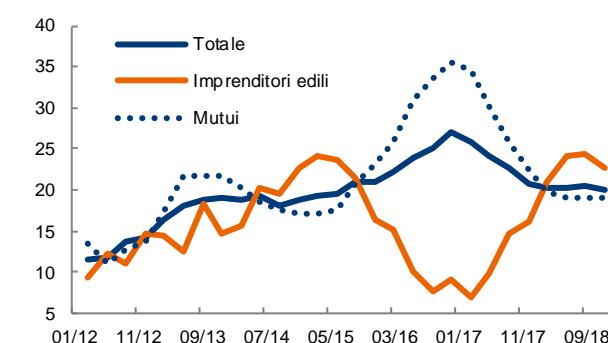
Fonte: CEIC

Superficie in costruzione



Fonte: CEIC

Credito al settore immobiliare (var. % a/a)



Fonte: CEIC

Prezzi degli immobili residenziali (variazioni medie m/m)



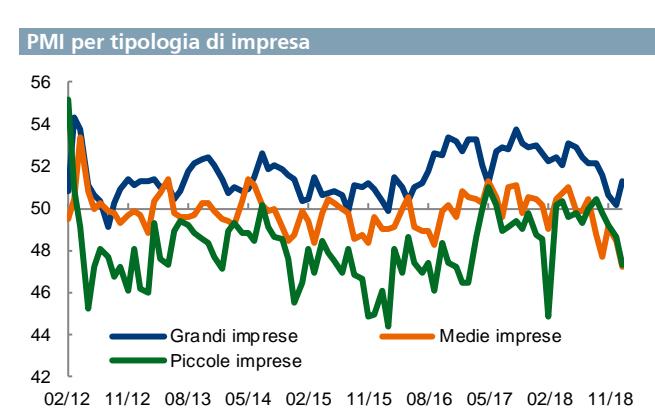
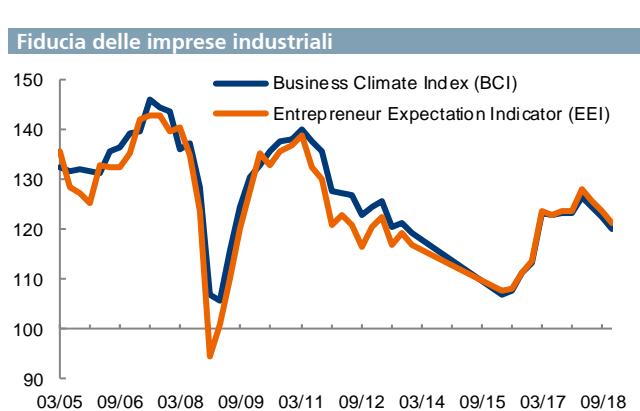
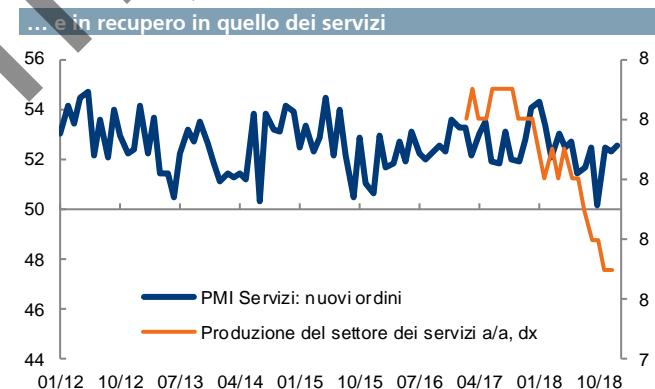
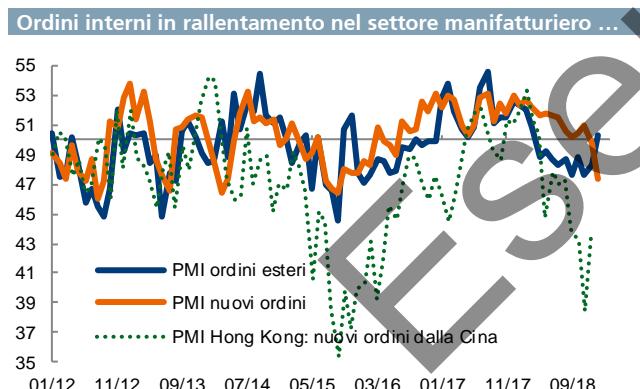
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La produzione industriale è salita del 5,7% a/a in dicembre, in aumento rispetto al minimo del 5,4% toccato in novembre, grazie all'accelerazione della produzione delle imprese private e al rimbalzo di quella delle imprese a struttura mista e delle cooperative, mentre la produzione delle imprese statali è decelerata. I dati in quantità registrano un aumento della produzione di materiali per la costruzione (cemento, acciaio etc) guidati dalla tenuta del mercato immobiliare, ma un calo della produzione di auto e di computer.

Mentre la dinamica degli ordini esteri, pur debole, è marginalmente migliorata tra novembre e gennaio grazie alla tregua commerciale, quella degli ordini interni è nettamente peggiorata. Si è infatti portata sui minimi degli ultimi due anni, così come quella delle scorte e degli acquisti, continuando a puntare a un rallentamento della produzione nei prossimi mesi. Un effetto base favorevole e una campagna anti smog meno restrittiva di quella dell'anno scorso saranno fattori di mitigazione. Gli ordini del **settore dei servizi sono invece saliti** negli ultimi tre mesi mantenendo positive le prospettive per il settore.

La **fiducia delle imprese** industriali rilevata dall'indagine della People's Bank of China (PBoC) è **scesa nel 4° trimestre**, sia nella valutazione del proprio settore sia in quella dell'intera economia. Tuttavia, l'indice delle condizioni imprenditoriali è marginalmente salito dopo il minimo del 3° trimestre, con un modesto aumento del fatturato e degli ordini domestici in contrasto con le indicazioni degli indici PMI.

La scomposizione dei PMI per tipologia d'impresa segnala che le **difficoltà nel settore manifatturiero**, maggiori per le piccole e medie imprese, **si sono intensificate anche per le grandi imprese**, i cui profitti sono in netto rallentamento in quanto molto più legati all'andamento dei prezzi delle materie prime.



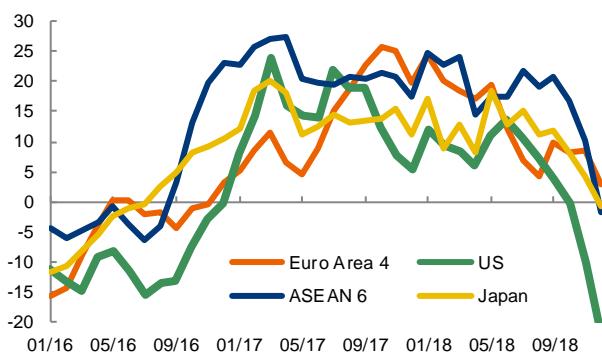
La produzione industriale migliora in dicembre ma il settore manifatturiero rimane in difficoltà

I dati di commercio estero hanno registrato un netto rallentamento nel 4° trimestre, e un calo tendenziale nel mese di dicembre. È rallentata soprattutto la dinamica relativa ai beni da assemblare poi destinati alla riesportazione, decelerata di più rispetto a quella dei beni ordinari. **Le esportazioni sono salite del 4% nel 4° trimestre rispetto all'11,7% del 3° trimestre**, trainate al ribasso dal rallentamento della domanda globale. In dicembre le esportazioni sono scese (-4,4% a/a) in particolare verso gli USA (-3,5% a/a da +9,8% a/a in novembre) raffreddate dai dazi e, in Europa, soprattutto verso Francia (-5,3% a/a) e Spagna (-7,9% a/a). **La dinamica delle importazioni è frenata più bruscamente a 4,4% nel 4° trimestre da 20,4% nel 3° trimestre**, con una diminuzione del 7,6% a/a in dicembre, a causa del netto calo delle importazioni dagli USA (-35,8% a/a), ma anche dal Giappone, dall'area ASEAN e dall'area euro.

La frenata dell'import è in linea con il rallentamento degli ordini interni di dicembre e gennaio, che ora si somma a quello degli ordini internazionali. **La dinamica degli ordini e la maturazione del ciclo mondiale del settore dell'elettronica continuano a puntare a un rallentamento del commercio estero nel 2019**, sul quale un esito negativo dei colloqui USA-Cina o dei risultati dell'[indagine americana sulle importazioni di auto e parti di auto](#) costituiscono seri **rischi al ribasso**.

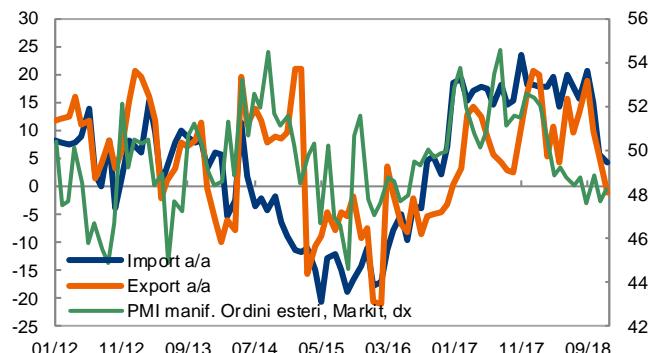
La tregua raggiunta al G20 tra Cina e Stati Uniti e **un probabile accordo parziale** su alcune richieste di questi ultimi dovrebbero consentire di evitare ulteriori aumenti tariffari e un brusco rallentamento delle esportazioni nel 1° trimestre. Entrambe le parti hanno interesse a raggiungere un qualche tipo di accordo dati i rischi di rallentamento interno delle rispettive economie che si aggiungono a quelli di rallentamento della domanda globale. Tuttavia, è **improbabile che si giunga a una risoluzione duratura della disputa commerciale**. Washington e Pechino detengono, infatti, ancora **posizioni distanti su questioni strutturali** che costituiscono il nucleo delle richieste chiave degli Stati Uniti, in primis la richiesta che la Cina dismetta le politiche di sussidio alle sue imprese statali (come il programma Made in China 2025, che la Cina non ha alcun interesse ad abbandonare perché è al centro della sua strategia di sviluppo), rinunci alle politiche di trasferimento forzato di tecnologia e offra maggiori tutele della proprietà intellettuale. Inoltre, la disputa commerciale è solo la punta dell'iceberg di un complesso **intreccio di questioni geopolitiche rilevanti** che vanno **da difesa e politica estera** (la posizione sempre più assertiva della Cina nel Mar Cinese Meridionale e verso Taiwan, implicazioni politiche e finanziarie dell'iniziativa *Belt and Road*) **alla corsa per la supremazia tecnologica** (reti e tecnologia 5G in particolare, imposizione degli standard nel settore ICT e brevetti). Sull'**esito dei colloqui**, che per ora sembra stiano procedendo positivamente, **incombe inoltre l'evoluzione della vicenda Huawei**, che coinvolge anche altri paesi relativamente alla gestione delle reti 5G (Australia, Nuova Zelanda, Canada, Polonia, Regno Unito, Germania, UE) e che si è esacerbata dopo l'arresto¹ in Canada, richiesto dalle autorità americane, del CFO Meng Wanzhou all'inizio di dicembre.

Importazioni (var. 3m a/a)



Fonte: Bloomberg

Commercio estero e ordini



N.B. Dati destagionalizzati. Fonte: Bloomberg

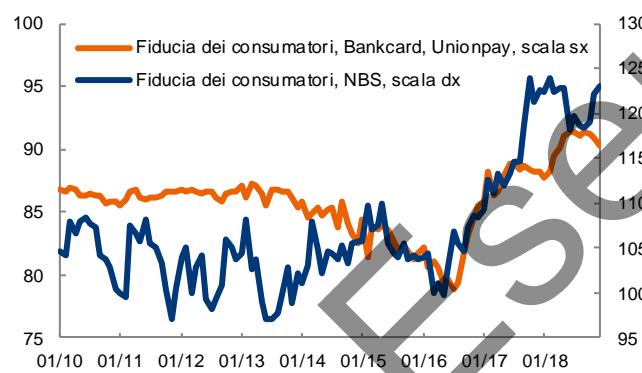
¹ Si veda NYT del 26 gennaio 2019: [In 5G Race With China, U.S. Pushes Allies to Fight Huawei](#).

I consumi pro-capite reali delle famiglie sono saliti del 6,2% nel 2018, in aumento rispetto al 5,4% nel 2017, sostenuti soprattutto dall'accelerazione della spesa delle famiglie rurali, ma la dinamica ha registrato un **rallentamento nella seconda metà dell'anno** in linea con l'andamento del reddito reale e la correzione della fiducia dei consumatori.

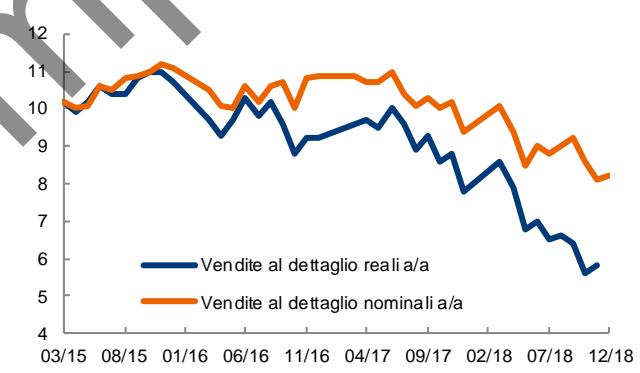
Le vendite al dettaglio hanno continuato a **rallentare** sia in termini nominali (a 8,2% a/a in dicembre da 9,2% a/a in settembre) sia in termini reali, trainate al ribasso dal calo delle vendite di automobili (-13% a/a nel 4° trimestre) e da un rallentamento in altri compatti di spesa. Quest'ultimo ha riguardato anche le vendite on-line, in particolare di servizi, nonostante i tassi di crescita continuino ad essere molto sostenuti (+23,9% cum. a/a in dicembre per beni e servizi).

La fiducia dei consumatori rilevata dal NBS è però **risalita negli ultimi mesi dell'anno** tornando vicino ai massimi delle serie, a differenza di quella di Bankcard Unionpay che, pur su livelli elevati, è invece scesa. Il mercato del lavoro ha assorbito 13,61 milioni di nuovi occupati nel 2018, solo lo 0,7% in più rispetto al 2017, con una dinamica in rallentamento nella seconda metà del 2018. Nonostante il tasso di disoccupazione sia sui minimi e la domanda di lavoro sia ancora ampiamente superiore all'offerta, la componente occupazione dei PMI si sta indebolendo e l'indagine Manpower potrebbe aver già superato il picco nel 3° trimestre. Un deterioramento del **mercato del lavoro**, una performance ancora altalenante della borsa e le tensioni commerciali con gli USA potrebbero riportare la fiducia dei consumatori su un sentiero di correzione nei prossimi mesi. Il conseguente **rallentamento dei consumi nel 2019 sarà però contenuto perché mitigato dalle numerose misure di politica fiscale** a favore delle famiglie.

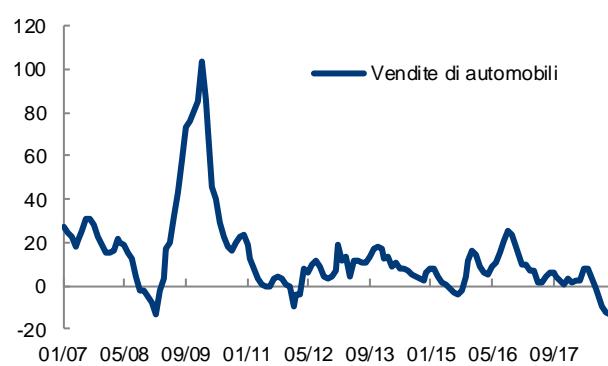
Fiducia dei consumatori



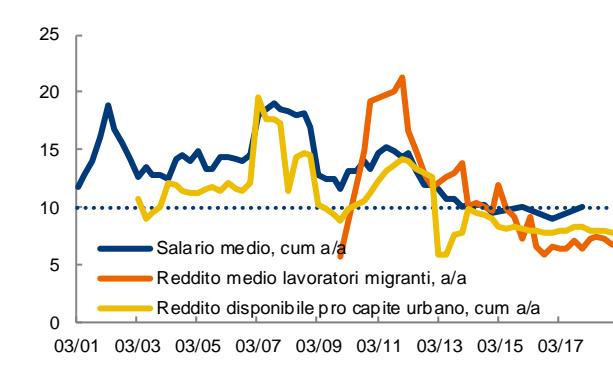
Vendite al dettaglio



Vendite di automobili (var. 3m a/a)



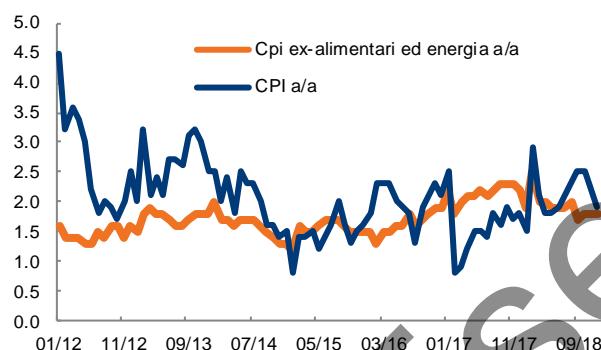
Redditi e salari



L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa ulteriormente in dicembre a 1,9% a/a da 2,2% in novembre, trainata al ribasso dal calo dei prezzi nel comparto dei trasporti e comunicazioni (-1,9% m/m e -0,7% a/a) su cui ha inciso il calo del prezzo del petrolio. La dinamica dei prezzi degli alimentari è rimasta stabile a 2,5% a/a, così come quella dell'inflazione al netto di alimentari e carburanti (1,8% a/a). Nell'ultimo trimestre la dinamica dell'inflazione ha beneficiato del calo dei prezzi nel comparto dei beni e della stabilizzazione in quello dei servizi (2,1% negli ultimi quattro mesi). **L'inflazione dei prezzi alla produzione è scesa a 0,9% a/a in dicembre, sui minimi degli ultimi due anni, da 2,7% a/a in novembre**, spinta al ribasso da un netto rallentamento della dinamica dei prezzi delle materie prime industriali e dei beni del settore manifatturiero ma anche da un effetto base molto favorevole.

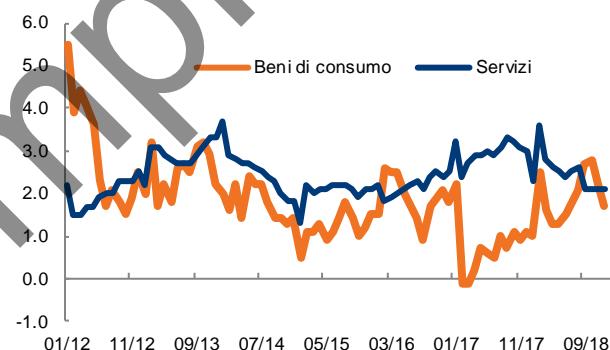
I prezzi alle importazioni, che sono saliti fino a un massimo dell'11,3% a/a in novembre spinti dal deprezzamento del cambio e dai dazi sui prodotti americani, stanno dando segnali di rientro grazie al calo delle imposte sulle importazioni di molti beni di consumo e del prezzo delle materie prime. La dinamica inflativa rimane quindi contenuta e non pone freni ad un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie nei prossimi mesi. **Manteniamo la previsione d'inflazione in contenuto aumento a 2,3% nel 2019 da 2,1% nel 2018.**

Prezzi al consumo



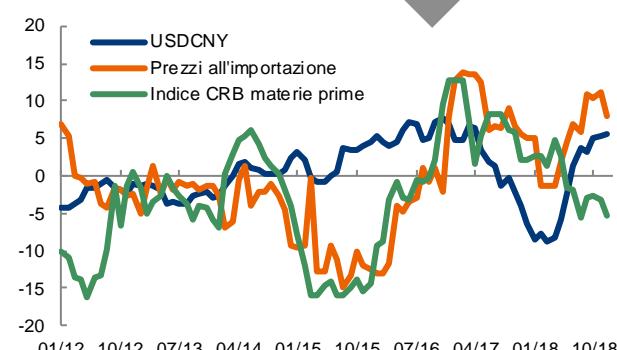
Fonte: CEIC

Inflazione di beni e servizi



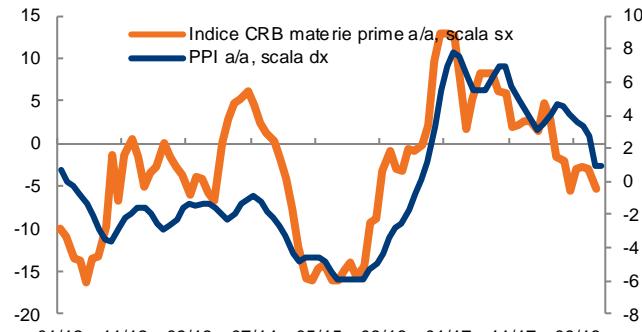
Fonte: Bloomberg

Prezzi all'importazione



Fonte: CEIC, Bloomberg

Prezzi alla produzione



Fonte: CEIC, Bloomberg

Contesto socio-politico e politica economica

Il IV° Plenum del Partito Comunista Cinese (PCC), atteso verosimilmente entro gennaio, non è più stato più convocato, ma il 21 gennaio è stata indetta una riunione delle più alte cariche del Partito a livello provinciale e ministeriale presieduta da Xi Jinping. La riunione si è tenuta presso la Scuola del Partito per una speciale sessione di studio di quattro giorni sul controllo dei rischi. Nel discorso di apertura il Presidente ha sottolineato come sia imperativo per il PCC prestare attenzione e fare un maggiore sforzo per prevenire e risolvere gli **enormi rischi per la stabilità sociale e per la prosecuzione delle riforme** che possono derivare dal rallentamento dell'economia. Le aree di attenzione vanno dalla politica interna all'economia e alla scienza, dalla gestione ambientale alla politica estera, in ognuna delle quali esistono serie complessità che, se mal gestite, potrebbero trasformarsi in gravi minacce al ruolo di guida di lungo termine del Partito e allo sviluppo dell'economia. Il Presidente ha messo in guardia verso eventi quali i "cigni neri" (eventi imprevedibili con conseguenze finanziarie pesanti) o i rinoceronti grigi (minacce visibili ma ignorate), sottolineando la necessità di trovare un equilibrio tra stabilizzare la crescita e contenere i rischi e di ristrutturare le società in fallimento (*zombie companies*) assicurando la ricollocazione degli occupati, riconfermando l'attenzione delle Autorità all'andamento del mercato del lavoro. Xi ha auspicato, inoltre, il rafforzamento dell'istruzione politica e ideologica² delle giovani generazioni ed ha sottolineato che i membri del Partito si devono preparare a combattere una difficile battaglia, messaggio riconfermato da Wang Huning, ideologo del Partito e quinta carica dello Stato, nel discorso di chiusura della conferenza.

Le preoccupazioni espresse dal Presidente sui rischi per la stabilità sociale risaltano rispetto a quelle relative al rallentamento del ciclo economico, ribadite ulteriormente in questa riunione ma già chiaramente espresse dalle Autorità in autunno. Nel 2019 ricorrono, infatti, tre anniversari importanti, con connotazioni sensibili per il Partito, che potrebbero stimolare il dissenso sociale ben al di là delle rare ma costruttive critiche emerse in ambito accademico dall'estate scorsa³: il 100° anniversario (4 maggio 1919) dalla nascita del movimento studentesco che poi portò alla fondazione del PCC nel 1921; il 70° anniversario della fondazione della Repubblica Popolare Cinese (1 ottobre 1949); il 20° anniversario della sanguinosa repressione delle proteste studentesche di Piazza Tienanmen (4 giugno 1989) che presero grande ispirazione proprio dal movimento studentesco del 4 maggio del 1919. La Cyberspace Administration of China ha già lanciato a inizio mese una nuova campagna di controllo su internet e ci si attende che la campagna anti-corruzione lanciata nel 2012 acquisti nuovo vigore.

A partire rispettivamente dal 3 e dal 5 marzo si terranno le consuete riunioni annuali primaverili della **Conferenza Politica Consultiva del Popolo** (istituzione di natura politica consultiva che raccoglie rappresentanti anche degli altri partiti minori, organizzazioni e singoli individui, e che esprime gli interessi dei vari strati della popolazione) e del **Congresso Nazionale del Popolo** (Parlamento), conosciute come le "due sessioni" ("liang hui"), durante le quali verranno presentati il Bilancio pubblico e il Rapporto sul lavoro del Governo per il 2019 e consuntivo per il 2018, e in cui si forniranno indicazioni più precise sui target economici per il 2019. Nel frattempo, le Autorità hanno continuato a segnalare che verranno approvate misure a favore di una maggiore apertura agli investimenti stranieri e di supporto fiscale a consumatori e imprese. A fine dicembre il Ministero delle Finanze ha approvato una **riduzione dei dazi su 706 prodotti**, entrata in vigore dal 1° gennaio, e promesso ulteriori tagli delle imposte nel corso dell'anno. Il Consiglio di Stato ha approvato la quota di emissioni dei governi locali per il 2019, riducendo l'importo per i titoli speciali a finanziamento delle infrastrutture da 1.350 miliardi di yuan nel 2018 a 810 miliardi nel 2019. Anche se quest'anno le emissioni effettive potrebbero di nuovo superare la quota, come accaduto nel 2018 (le emissioni sono state pari a 1946 miliardi di yuan), con questa riduzione il Governo sembra volere segnalare una minor enfasi sugli investimenti in infrastrutture rispetto al passato.

² Il Pensiero di Xi Jinping sul Socialismo con Caratteristiche Cinesi per la Nuova Era.

³ Si veda Cina Focus Economia del 6 dicembre 2018.

Il Partito è sempre più preoccupato dei rischi per la stabilità sociale ...

... in un anno di importanti anniversari

In attesa delle "due sessioni" ulteriori annunci di sostegno dalla politica fiscale a consumatori e imprese e meno enfasi sugli investimenti in infrastrutture

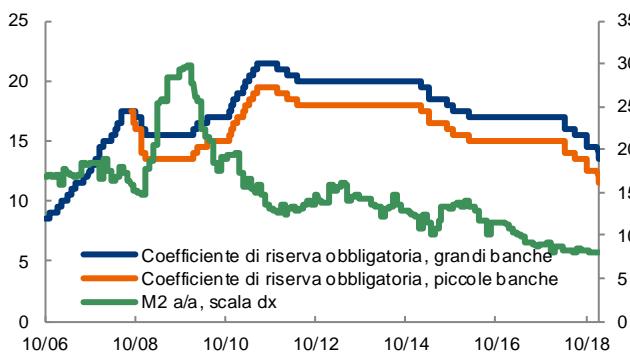
All'inizio di gennaio, infatti, il Consiglio di Stato ha annunciato che **ridurrà il carico fiscale per le piccole e medie imprese di 200 miliardi di CNY per anno nei prossimi tre anni** e la NDRC (National Development Reform Commission) ha sottolineato che nel 2019 gli investimenti saranno più mirati ed efficienti e, anche se riguarderanno ancora le infrastrutture, saranno concentrati su intelligenza artificiale, *Internet of Things*, e trasformazione tecnologica del settore manifatturiero.

Politica monetaria e creditizia

All'inizio di gennaio la PBoC ha annunciato un **taglio del coefficiente di riserva obbligatoria** (Reserved Required Ratio, RRR) per complessivi 100pb effettuato in due tranches da 50pb ciascuna, in vigore il primo dall'8 gennaio e il secondo dal 25 gennaio, allentando inoltre i requisiti per i tagli mirati del RRR⁴. La PBoC a gennaio ha, inoltre, effettuato la prima operazione di rifinanziamento attraverso la nuova finestra di liquidità a medio e lungo termine "mirata" (Targeted Medium-Long Term Liquidity Facility, TMLF) annunciata il 19 dicembre, con un tasso del 3,15%, 15pb in meno rispetto alla finestra a medio-lungo termine (MLF). La PBoC ha, in quell'occasione, anche **aumentato di altri 100 miliardi di CNY le quote di ri-finanziamento e risconto mirati**, il terzo aumento nel 2018, dopo quelli di giugno e ottobre da 150 miliardi ciascuno, portando l'aumento totale a CNY 400 miliardi.

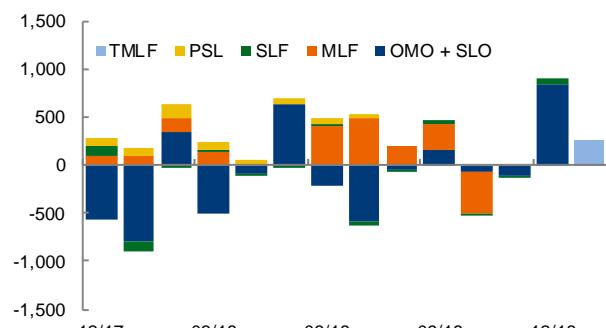
Nel comunicato della *Central Economic Work Conference*, tenutasi dal 19 al 21 dicembre, la **politica monetaria** non è più stata definita "prudente e neutrale", espressione usata negli ultimi anni, ma solo "prudente", specificando che sarà **focalizzata su "aggiustamenti controciclici"** con l'obiettivo di mantenere la liquidità "a livelli ragionevoli", stabilizzare i tassi d'interesse e migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il governatore Yi Gang a gennaio ha puntualizzato che la PBoC vuole evitare una rapida restrizione del credito tanto quanto un indiscriminato allentamento. I tassi sul mercato monetario dopo il picco di fine anno sono tornati a scendere riportandosi sui livelli di novembre, mentre quelli sulla curva governativa sono scesi di altri 20-25pb. La PBoC ha, inoltre, annunciato un **programma di swap di titoli** (Central Bank Bills Swap) che permette ai *primary dealers* di **scambiare titoli perpetui** emessi da banche con determinate caratteristiche **con titoli della PBoC**, molto più liquidi, per una durata massima di 3 anni. I titoli perpetui con rating superiore ad AA potranno anche essere usati come garanzia sia nelle operazioni di rifinanziamento ordinarie (TMLF, MLF e SLF) sia nelle operazioni di rifinanziamento mirato (re-lending). Il programma di swap **non implica ampliamento di liquidità nel sistema ma fornisce supporto alla ricapitalizzazione delle banche** che stanno cominciando a emettere titoli perpetui per aumentare il capitale e rispettare i requisiti relativi a Basilea III. Il contemporaneo allentamento dei vincoli per l'investimento in titoli perpetui da parte delle assicurazioni approvato dalla CBIRC va nella stessa direzione.

Coefficiente di riserva obbligatoria



Fonte: CEIC

PBoC: operazioni di rifinanziamento (miliardi di CNY)



Fonte: CEIC

⁴ I prestiti alle piccole e micro imprese fino a 10 milioni di CNY, rispetto alla precedente soglia dei 5 milioni, saranno inclusi nel calcolo dei requisiti per accedere ai tagli mirati del RRR.

Continuiamo a ritenere che la PBoC manterrà ampia la liquidità attraverso le varie finestre di rifinanziamento, in particolare quelle a medio-lungo termine (TMLF e MLF), e dei rifinanziamenti mirati (*Pledged Supplementary Lending, PSL, e relending e rediscount quotas*), fornendo supporto in particolare alle piccole e medie imprese. Pensiamo inoltre che ricorrerà ad altri due tagli della riserva obbligatoria per 100pb ciascuno e due tagli dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento, cercando di evitare interventi sui tassi benchmark.

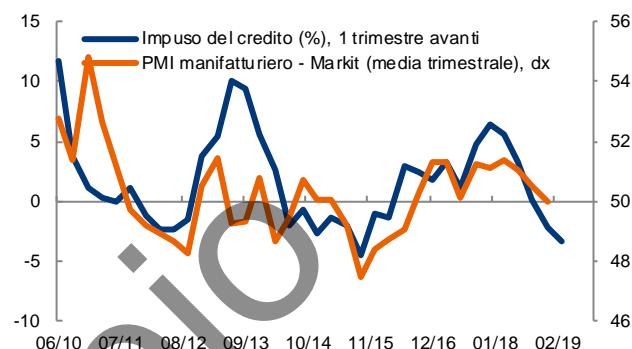
Allentamento delle condizioni monetarie attraverso vari strumenti evitando tagli ai tassi benchmark

Flussi di credito bancario e di finanza sociale, var. cum a/a



Fonte: CEIC

Impulso del credito*



*Variazione del nuovo credito rispetto al PIL, somme mobili a 4 trimestri. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel 2018 il flusso dell'aggregato della finanza sociale o AFRE (*Aggregate Financing to the Real Economy*) è stato in calo del 14% a/a rispetto a un aumento del 25,8% a/a nell'anno precedente, a causa della diminuzione dei finanziamenti non bancari (a eccezione delle emissioni corporate) che ha più che compensato l'aumento del credito bancario. Lo stock di AFRE è così rallentato dal 12,6% a/a nel 2017 al 9,8% nel 2018, il minimo dal 2005.

La dinamica dello stock di credito bancario è migliorata salendo da 13,1% a/a in novembre a 13,5% a/a in dicembre, mentre quella dell'AFRE ha registrato un altro lieve rallentamento toccando un minimo a 9,8% a/a da 9,9% in novembre a causa del continuo calo dei prestiti in valuta estera e delle altre categorie di finanziamenti non bancari. La dinamica dell'AFRE, incluse tutte le emissioni dei governi locali (non solo quelle dei titoli speciali per il finanziamento delle infrastrutture), è scesa fino a 9,5% a/a.

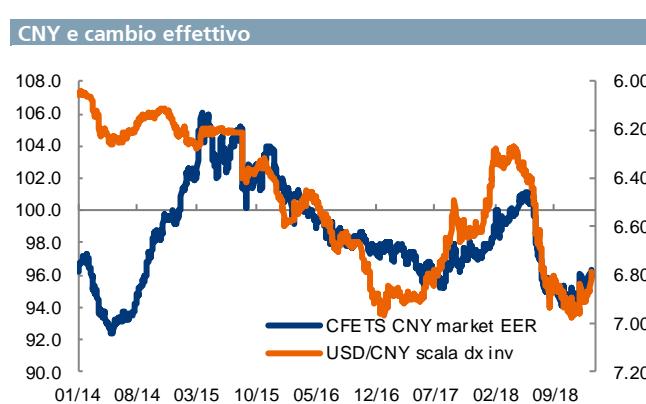
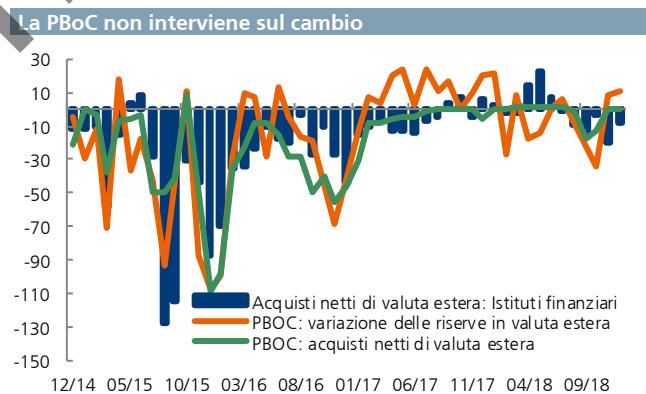
L'indagine di clima sul settore bancario della PBoC relativa al 4° trimestre, se destagionalizzata, mostra un peggioramento della domanda di credito da parte delle imprese. La variazione del flusso di nuovo credito aggregato in percentuale del PIL, ossia l'**impulso del credito**, ha registrato un calo nel 3° e nel 4° trimestre dopo essere stato piatto nel 2° trimestre. Dato l'aumento di crediti incagliati e dei default (136 titoli corporate nel 2018 rispetto a soli 32 nel 2017 secondo i dati Bloomberg), ci attendiamo che l'impulso del credito possa tornare solo in modesto miglioramento nel 1° trimestre 2019 grazie all'allentamento della politica monetaria. Infatti, anche ipotizzando un aumento del flusso di AFRE del 25% a/a nel 1° trimestre (che porterebbe l'importo a superare i picchi registrati nel 1° trimestre 2016 e 2017, ossia poco sopra 7.200 miliardi di CNY), l'impulso del credito sarebbe ancora marginalmente negativo.

Il ritardo di almeno un trimestre con cui l'impulso si trasferisce all'attività produttiva **prefigura che la crescita economica possa decelerare almeno fino alla prima metà del 2019**. Confermiamo la nostra previsione di un rallentamento della crescita da 6,6% nel 2018 a 6,3% nel 2019. I rischi sul 2019 sono al ribasso e provengono principalmente dall'escalation internazionale della guerra commerciale, che nello scenario peggiore, secondo alcune stime, potrebbe limare la crescita della Cina fino a 1,6%. A questo si aggiungono i rischi di rallentamento della domanda interna dovuti a una dinamica del credito e degli investimenti peggiori delle attese.

Cambio

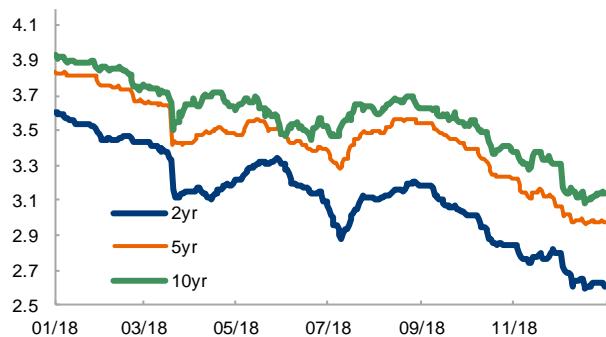
Il cambio USD/CNY dopo aver scambiato in area 90-96 tra ottobre e novembre, dall'inizio di dicembre è tornato ad apprezzarsi fino a toccare 6,74 a fine gennaio. Una dinamica simile ha caratterizzato il cambio effettivo nominale. Il movimento del cambio è partito **sull'annuncio della tregua commerciale** tra Cina e Stati Uniti raggiunta al margine del G20 alla fine di novembre, ma ha beneficiato anche della **forte revisione al ribasso delle aspettative sui rialzi della Fed**. Il mercato sconta ora un solo rialzo nel 2019 con una probabilità intorno al 25% ed ha iniziato ad assegnare una minima probabilità di un taglio tra fine 2019 e inizio 2020. Il nostro scenario centrale sulla politica monetaria americana vede almeno un rialzo nel 2019 con una possibile inversione della politica monetaria verso la fine del 2020.

In autunno le Autorità hanno ribadito che la Cina non è interessata a una svalutazione competitiva ed è in grado di mantenere il cambio stabile a un "ragionevole" livello di equilibrio. Nonostante ciò, riteniamo che una correzione delle aspettative del mercato sulle mosse della FED più in linea con il nostro scenario e l'ulteriore allentamento delle condizioni monetarie atteso in Cina dovrebbero far **ritracciare il cambio in area 6,90-6,95**. Uno stallo nei rapporti commerciali con gli USA e dati macroeconomici che segnalano il rallentamento dell'economia cinese **costituiscono ulteriori fattori di rischio al ribasso sul cambio**. Manteniamo una previsione di **riapprezzamento del renminbi nella seconda metà del 2019**, in linea con la stabilizzazione della crescita economica e il sostegno fornito dall'aumento dei flussi di investimenti esteri di portafoglio attesi dopo l'inclusione dei titoli governativi e bancari nel Bloomberg Barclays Global Aggregate Index prevista da aprile 2019. Secondo alcune stime (Morgan Stanley, CIB Research), considerando i fondi attivi e passivi, la Cina potrebbe vedere circa 60-80 miliardi di dollari di afflussi di fondi nel mercato del debito nel 2019.



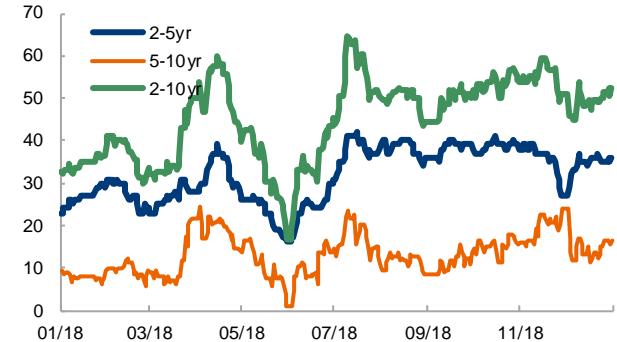
Mercati finanziari

Rendimenti dei titoli governativi (%)



Fonte: Bloomberg

Pendenza della curva governativa (pb)



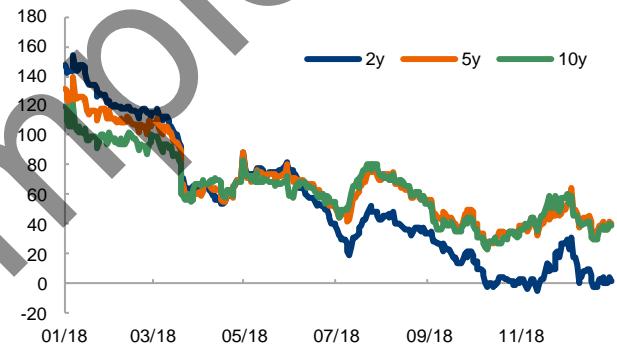
Fonte: Bloomberg

Tassi di mercato monetario (%)



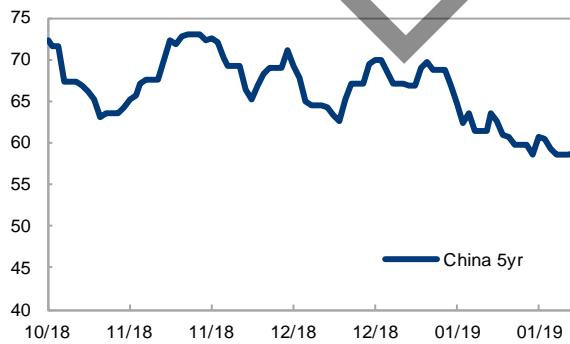
Fonte: Bloomberg

Titoli governativi in valuta locale: spread su US Treasury (pb)



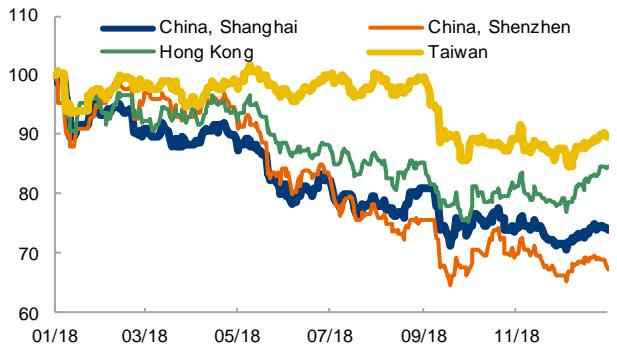
Fonte: Bloomberg

CDS a 5 anni in USD (pb)



Prezzi al 30.01.2019. Fonte: Bloomberg

Borsa: indici ribassati al 30/01/2018=100



Fonte: Bloomberg

Indicatori macroeconomici

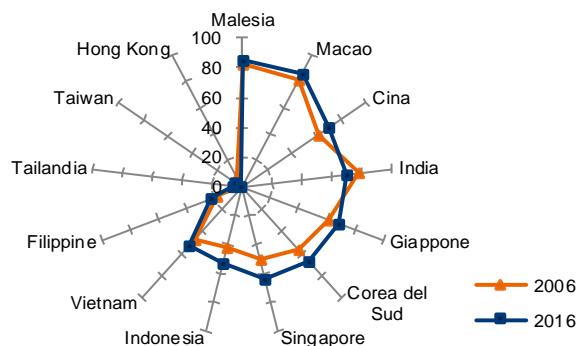
Economia reale		2000 2005	2006 2010	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 p	2018 p	2019 p
Popolazione (mln)	1283.2	1318.8	1334.0	1339.0	1344.0	1350.0	1355.0	1361.0	1366.0	1372.0	1378.0	1385.0	
PIL procapite (\$ PPP)	3897	7662	9300	10360	11420	12470	13600	14770	15710	16670	17900	19280	
PIL reale* (var.%)	9.6	11.3	10.6	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	6.3	
Consumi privati (var%)	8.5	9.4	9.2	11.1	8.1	6.7	7.9	7.2	8.1	6.9	6.6	6.4	
Consumi pubblici (var%)	8.4	10.3	8.8	12.0	8.2	7.0	4.0	9.7	8.3	9.4	9.0	9.4	
Investimenti fissi lordi (var%)	12.6	14.2	12.6	8.7	8.9	9.2	6.8	6.6	6.1	4.0	4.4	4.6	
Esportazioni di beni e servizi (var%)	18.3	8.0	5.6	14.0	7.9	11.9	8.2	1.8	5.9	9.0	7.3	4.0	
Importazioni di beni e servizi (var%)	20.5	9.6	9.3	15.9	7.1	11.8	7.2	2.0	7.1	7.0	5.7	3.2	
Inflazione (media)	1.2	3.0	3.2	5.5	2.6	2.6	2.1	1.5	2.1	1.5	2.0	2.8	
Debito Pubblico / PIL (%)	24.8	17.1	16.4	14.8	14.3	14.5	14.8	15.2	16.1	16.6	18.8	21.8	
Bilancio pubblico / PIL (%)	-2.0	-0.9	-1.6	-1.1	-1.6	-1.8	-1.8	-3.4	-3.8	-3.8	-3.5	-4.4	
Tasso a tre mesi (%)	3.1	3.0	2.7	5.3	4.6	5.0	5.1	4.1	3.2	4.8	4.4	3.5	
Cambio valuta locale/dollaro (media)	8.26	7.23	6.77	6.46	6.31	6.20	6.14	6.23	6.64	6.76	6.62	7.10	
Tasso di cambio effettivo reale	97.5	103.3	109.3	112.6	118.8	126.3	130.2	143.3	135.3	131.9	133.0	125.3	
Saldo delle partite correnti													
CC (mld USD)	53.0	300.9	237.8	136.1	215.4	148.2	236.0	304.2	202.2	164.9	30.1	22.9	
CC / PIL (%)	2.9	7.3	3.9	1.8	2.5	1.5	2.2	2.7	1.8	1.4	0.2	0.2	
Bilancio commerciale (mld USD)	58.4	278.1	246.4	228.7	311.6	359.0	435.0	576.2	488.9	476.1	410.6	441.9	
Bilancia dei servizi (mld USD)	-7.4	-16.3	-23.4	-46.8	-79.7	-123.6	-213.7	-218.3	-233.1	-265.4	-315.9	-348.3	
Bilancia dei redditi (mld USD)	-13.4	2.6	-25.9	-70.3	-19.9	-78.4	13.3	-41.1	-44.0	-34.4	-50.8	-55.4	
Bilancia dei trasferimenti (mld USD)	15.3	36.6	40.7	24.5	3.4	-8.7	1.4	-12.6	-9.5	-11.4	-13.8	-15.2	
Debito estero													
Debito estero / PIL (%)	12.6	10.2	12.1	13.9	13.3	15.3	16.8	11.8	12.6	14.2	14.5	15.4	
Servizio debito / Export (%)	6.6	2.5	3.0	2.9	3.1	3.0	3.0	4.8	6.7	7.5	6.4	7.5	
Debito estero breve/Debito estero totale (%)	39.0	58.3	69.8	73.9	69.6	73.2	70.0	62.0	56.6	60.3	59.4	58.8	
Debito estero breve / Riserve (%)	19.3	13.4	17.9	24.1	23.8	28.1	32.1	24.6	26.4	32.6	37.1	41.0	
Riserve (in mesi di importazioni)	11.0	20.6	25.0	21.1	20.6	21.8	20.7	20.4	19.1	17.6	14.8	13.4	
Copertura del fabbisogno finanziario lordo (mld USD)													
Fabbisogno esterno lordo ⁽¹⁾ (segno positivo=surplus)	-27.5	87.4	-21.5	-401.2	-585.8	-680.6	-879.2	-1019.2	-749.2	-779.3	-1122.4	-1275.8	
Partite correnti	53.0	300.9	237.8	136.1	215.4	148.2	236.0	304.2	202.2	164.9	30.1	22.9	
Debito a medio lungo termine in scadenza	-21.4	-22.9	-18.8	-24.9	-29.8	-36.7	-38.2	-83.9	-129.1	-142.8	-121.9	-145.4	
Debito a breve termine in scadenza	-59.0	-190.6	-240.5	-512.3	-771.4	-792.1	-1077.0	-1239.5	-822.2	-801.4	-1030.6	-1153.2	
Copertura:													
Prestiti a medio lungo termine <i>di cui</i>	21.9	32.8	38.6	78.6	80.3	79.9	136.8	108.6	170.0	228.2	227.0	212.9	
Prestiti alle banche commerciali	13.6	24.6	26.7	27.0	27.7	29.5	57.9	61.0	113.7	114.9	160.7	121.5	
Prestiti garantiti da stati o istituti internazionali	5.7	7.1	11.8	23.4	15.3	20.1	17.5	13.7	19.2	18.9	16.7	12.0	
Emissioni di titoli internazionali	2.6	1.0	0.0	28.2	37.3	30.3	61.4	33.9	37.1	94.4	49.6	79.3	
Prestiti a breve termine	81.2	263.4	512.3	771.4	792.1	1077.0	1239.5	822.2	801.4	1030.6	1153.2	1219.3	
Investimenti diretti (flussi netti)	53.6	122.0	185.7	231.7	176.3	218.0	145.0	68.1	-41.7	66.3	101.1	43.0	
Investimenti di portafoglio (flussi netti)	-2.9	8.9	25.5	-5.4	12.1	24.4	28.5	-75.2	-74.5	-74.7	48.7	-27.1	
Altri flussi di capitale netti ⁽²⁾	-15.1	-104.4	-290.6	-338.4	-346.7	-210.3	-651.0	-367.3	-414.3	-333.2	-468.3	-308.5	
Variazione delle riserve (segno negativo=aumento)	-111.2	-410.1	-450.0	-336.7	-128.3	-508.4	-19.6	462.9	308.3	-138.1	60.7	136.2	

Note: (1) Fabbisogno finanziario lordo=saldo delle partite correnti - debito a breve termine - debito a lungo termine in scadenza nell'anno;
(2) Altri flussi di capitale, cambiamenti di valutazioni, errori e omissioni.

Fonte: EU, s= stime, p=previsioni all'ultima data disponibile: 20 dicembre 2018

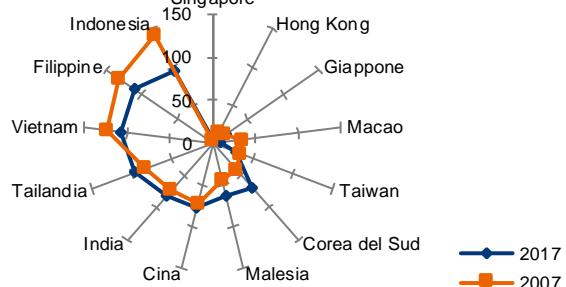
Indicatori socio politici

Governance Economica



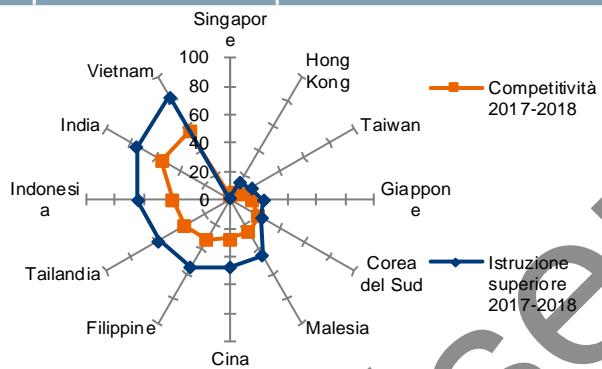
Fonte: Banca Mondiale, classifica

Indice di percezione della corruzione



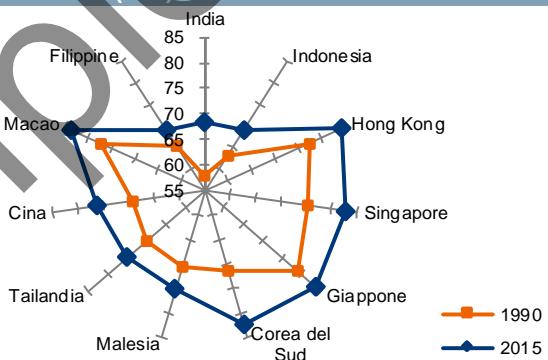
Fonte: Transparency, classifica

Competitività e istruzione superiore



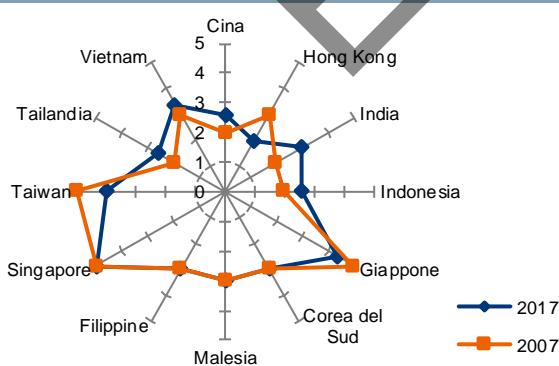
Fonte: World Economic Forum, classifica

Aspettativa di vita (anni)



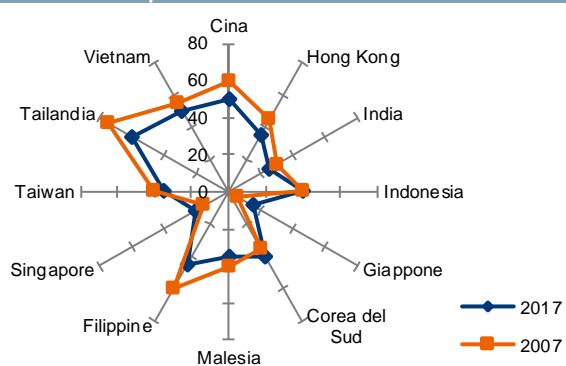
Fonte: Banca Mondiale

Rischio di disordini sociali



Fonte: EIU, 5= molto basso, 1= molto alto

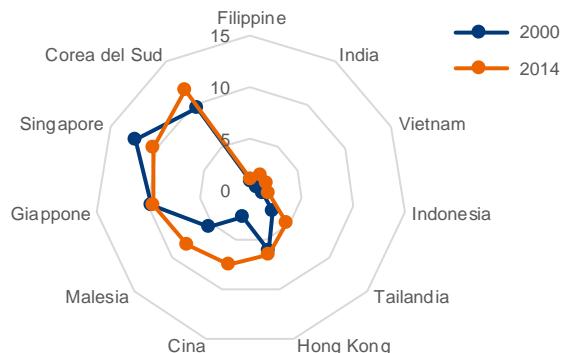
Rischio di instabilità politica



Fonte: EIU, 100=più alto

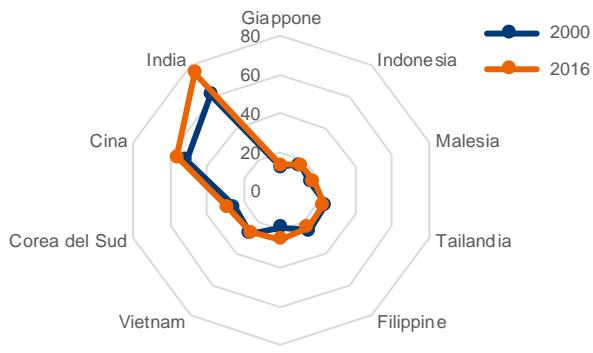
Indicatori ambientali ed energetici

Emissioni di CO₂ (tonnellate metriche pro-capite)



Fonte: Banca Mondiale

Livello di PM2.5 (microgrammi per m³)



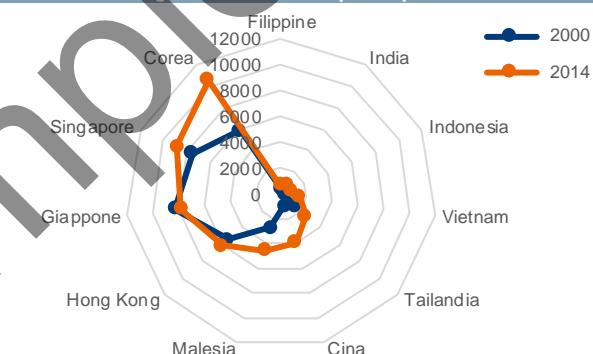
Fonte: Banca Mondiale; Hong Kong: non rilevato

Consumo di energia (kg equivalenti di petrolio pro capite)



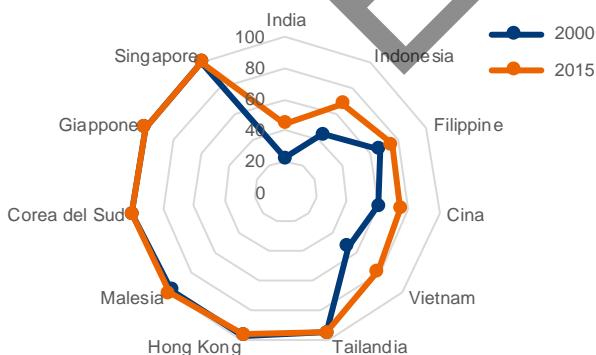
Fonte: Banca Mondiale

Consumo di energia elettrica (kWh pro-capite)



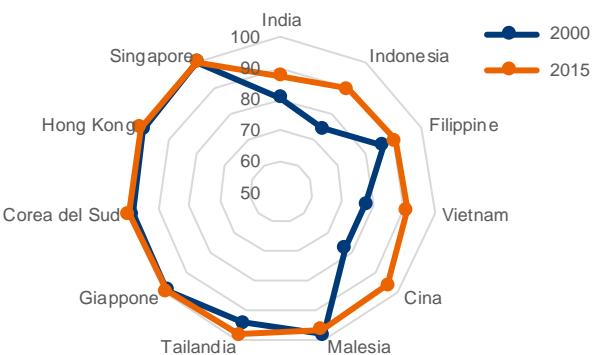
Fonte: Banca Mondiale

Servizi igienici di base (% di popolazione con accesso a)



Fonte: Banca Mondiale

Acqua potabile (% di popolazione con accesso a)



Fonte: Banca Mondiale

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel 02 8021 + (3) Tel 02 879 + (6)

International Research Network - Responsabile

Gianluca Salsecci

35608

gianluca.salsecci@intesasanpaolo.com

Economista - America Latina, CSI e MENA

Giancarlo Frigoli

32287

giancarlo.frigoli@intesasanpaolo.com

Economista - Asia Emergenti

Silvia Guizzo

62109

silvia.guizzo@intesasanpaolo.com

Economista - CEE e SEE

Antonio Pesce

62137

antonio.pesce@intesasanpaolo.com

Economista - Commercio e Industria

Wilma Vergi

62039

wilma.vergi@intesasanpaolo.com

Economista - Banche e Mercati

Davidia Zucchelli

32290

davidia.zucchelli@intesasanpaolo.com

Certificazione dell'analista e altre importanti comunicazioni

Gli analisti finanziari che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alla strategia di investimento raccomandata o proposta in questo documento.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.