

La Cina dopo il Covid: il rallentamento non è solo una questione di lockdown

A cura di Claudio Cesaroni e Federico Tsipas

Executive summary

- ◆ Dallo scoppio della pandemia a cavallo tra la fine del 2019 e il 2020, la Cina ha implementato con estremo rigore restrizioni che hanno avuto successo nel contenere la diffusione del virus. **Il sopraggiungere della variante Omicron** ha però cambiato rapidamente le carte in tavola, rivelando la **debolezza dell'approccio seguito dalla Cina**: mentre il resto del mondo è passato a una fase di convivenza con il virus, Pechino ha continuato ad applicare con estremo rigore la *zero-Covid policy*.
- ◆ **L'effetto dei continui lockdown è stato stimato in 1,2 p.p. di Pil reale nel 2022 dal Fondo Monetario Internazionale, che ha tagliato le stime di crescita del Paese fino a +3,2%, mentre per la Banca Mondiale l'economia si fermerà al +2,8%.**
- ◆ Il rallentamento dell'economia cinese è osservato con una certa preoccupazione anche dal resto del mondo e, specialmente, dal resto delle economie asiatiche. **Analizzando diversi indicatori macroeconomici nel periodo 1996-2021 attraverso la stima di un modello econometrico, è stato calcolato un impatto medio del rallentamento di 1 p.p. del Pil reale della Cina sulla crescita di un gruppo di economie emergenti asiatiche pari a 0,34 p.p..**
- ◆ **In un contesto di minor crescita della Cina e delle altre economie asiatiche, anche parte delle esportazioni italiane verso la regione potrebbe risentire del conseguente rallentamento della domanda di importazioni.** Attraverso la stima di una elasticità media del nostro export all'andamento del Pil dei mercati emergenti dell'area (pari a circa 1,1) e combinandone i risultati con quelli dell'esercizio precedente, **la "perdita" di export ipotetica nel 2021 verso i Paesi selezionati, se la crescita della Cina fosse stata inferiore di 1 p.p. rispetto al dato effettivo, è stata valutata in poco più di €4 miliardi di euro.**
- ◆ Tra i Paesi analizzati, **l'impatto maggiore si avrebbe nella stessa Cina (-€2 mld), seguita da Corea del Sud (-€489 mln), Thailandia (-€373 mln) e Hong Kong (-€283 mln), mentre l'effetto risulterebbe più marginale in quelle geografie in cui i valori esportati risultano ancora contenuti** (es., Mongolia, Nepal, Laos, Myanmar).
- ◆ Mentre il rallentamento economico rilevato a partire dal 2020 può essere attribuito a cause direttamente o indirettamente connesse alla pandemia, **dall'analisi degli elementi strutturali che determinano la traiettoria della crescita economica di lungo periodo** (demografia, processi di accumulazione di capitale e capacità di innovare) di un Paese, **è possibile affermare che il rallentamento della Cina diventerà un fenomeno stabile nei prossimi anni.** Alcuni studi prevedono addirittura una convergenza verso tassi di crescita compresi tra il 2% e il 3% nel giro di vent'anni.
- ◆ **In un'ottica di lungo periodo, però, le altre economie asiatiche dovrebbero risentire meno del rallentamento del Pechino**, in virtù di un maggiore sviluppo dei sistemi produttivi dei principali mercati emergenti della regione, che dovrebbe aumentarne l'indipendenza dalle sorti dell'economia cinese. Al tempo stesso, **se la Cina confermerà la transizione verso un modello di sviluppo più attento al mercato domestico, riducendo la quantità di risorse destinate oltreconfine, potranno addirittura crearsi opportunità per quelle aziende italiane** che sapranno farsi trovare pronte a raccogliere la sfida in quelle geografie che, tuttora, risultano ancora mercati di frontiera o sottopenetrati.

L'insostenibile pesantezza della politica zero-Covid

Nei primi giorni di maggio del 2022 quasi 350 navi cargo stazionavano in coda davanti al porto di Shanghai in attesa di attraccare. La mancanza di personale causata dal rigido *lockdown* che ha colpito la *Parigi d'Oriente* per circa due mesi a partire da aprile ha, difatti, paralizzato l'attività del principale porto al mondo, ripercuotendosi anche sul funzionamento delle catene produttive globali, già indebolite dalla carenza di materie prime e dal rapido incremento dei prezzi delle stesse in seguito alla guerra in Ucraina. Si stima, ad esempio, che nel secondo trimestre del 2022 il trasporto di merci da un magazzino cinese a uno negli Stati Uniti abbia richiesto ben 74 giorni in più di quanto mediamente necessario¹.

Dallo scoppio della pandemia, la Cina ha implementato con estremo rigore restrizioni che hanno avuto successo nel contenere la diffusione del virus. L'economia cinese si è ripresa rapidamente dallo shock iniziale e, tuttavia il **sopraggiungere della variante Omicron**, caratterizzata da un indice di trasmissibilità ben superiore alle precedenti, **ha però cambiato rapidamente la situazione, rivelando anche le debolezze dell'approccio seguito dalla Cina:** Pechino ha deciso, infatti, di puntare solamente su vaccini di produzione autoctona e, conseguentemente, di continuare ad applicare la *zero-Covid policy* con estremo rigore. La principale ragione di tale scelta è legata al fatto che la libera circolazione del virus potrebbe mettere in affanno le strutture sanitarie del Paese: in Cina ci sono solamente 3,6 posti in terapia intensiva per 1.000 abitanti, contro 33,9 in Germania e 25,8 negli Stati Uniti².

Se l'approccio *zero-Covid* continua ad avere un impatto negativo sulle produzioni internazionali, è però evidente come stia danneggiando, *in primis*, l'economia cinese. **L'effetto dei continui lockdown è stato stimato in 1,2 p.p. di Pil reale dal Fondo Monetario Internazionale (Fmi), che ha tagliato le stime di crescita del 2022 da +4,4% ad aprile a +3,2% nel mese di ottobre**, anche se altri previsori indicano un rallentamento ancora più pronunciato (ad esempio, la Banca Mondiale si ferma al 2,8%). A risentire delle restrizioni sono soprattutto i consumi privati, che EIU (Economist Intelligence Unit) stima a crescita zero quest'anno, così come i lavoratori più giovani – il tasso di disoccupazione giovanile ha quasi raggiunto il 20% (contro il 5,3% complessivo). Il rallentamento in atto della domanda internazionale riduce, inoltre, il sostegno all'attività economica delle esportazioni, che dovrebbero crescere del 2% nel 2022, mentre l'andamento delle importazioni, previste addirittura in calo dell'1,9%, rappresenta un ulteriore segnale del raffreddamento dell'economia del Paese.

Tale scenario è altresì confermato dal *sentiment* nazionale: dall'andamento del *Purchasing Manager Index* (PMI)³ relativo all'industria manifatturiera emerge che, a partire dal 2021, l'indice relativo alla produzione è stabilmente inferiore al livello registrato dal secondo trimestre del 2020 (dopo l'allentamento delle misure restrittive), con una riduzione significativa nei mesi di aprile e maggio 2022, mentre l'indice PMI riferito all'occupazione è rimasto stabilmente al di sotto della soglia di espansione di 50 da marzo 2021 (Fig. 1)⁴. Parallelamente, **diversi investitori esteri hanno aumentato la loro percezione del rischio Paese, ritirando capitali** – il solo mercato obbligazionario ha visto un deflusso di quasi \$100 miliardi nei primi nove mesi del 2022⁵.

¹ Tran e Evans, *Digital Intelligence Strategy: Elongating Global Supply Chains. A Real-Time Lens Into An Escalating Global Problem*, RBC Capital Markets, maggio 2022.

² Bloomberg, *Hard for China to exit covid-zero with unprepared hospitals*, marzo 2022.

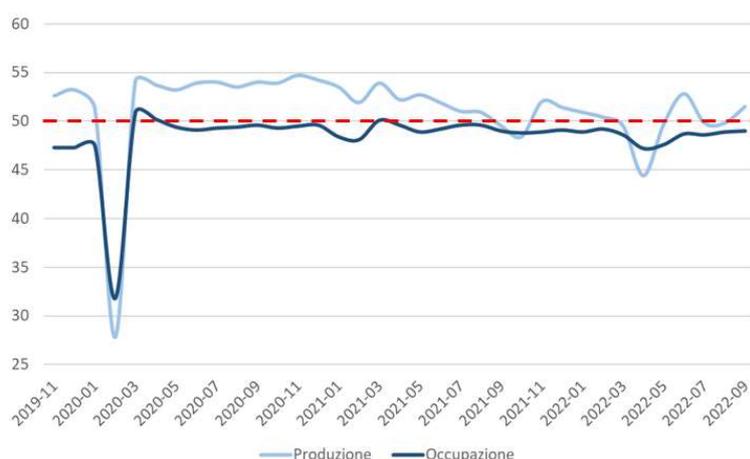
³ L'indice PMI è il risultato di una raccolta di dati dai sondaggi compilati dai responsabili degli acquisti delle aziende del settore manifatturiero. Viene utilizzato per valutare le condizioni economiche, e fornire una stima dell'andamento futuro, del settore.

⁴ Lo scarso livello di fiducia nell'economia cinese appena descritto risulterebbe ancora più evidente escludendo dal grafico il crollo registrato a febbraio 2020, che schiaccia le oscillazioni dell'indice intorno alla soglia di espansione.

⁵ Campos, *China, equities weigh as EM sees another month of outflows - IIF*, Reuters, ottobre 2022.

L'approccio *zero-Covid* cinese dovrebbe proseguire anche nel 2023 (o in parte di esso) ed essere abbandonato, o modificato, solo in presenza di nuovi e più efficaci vaccini sviluppati dagli scienziati di Pechino, o di mutazioni del virus che ne determinino un drastico calo della pericolosità.

Figura 1 – Andamento del Purchasing Manager Index manifatturiero in Cina (dic. '21 – set. '22)



Fonte: Elaborazioni SACE su dati National Bureau of Statistics of China

Gli effetti del rallentamento della Cina sui Paesi asiatici e sull'export italiano

Se la rigida gestione della pandemia in Cina sta riducendo in modo significativo le prospettive di crescita di breve periodo del Paese, diversi studi prevedono che il rallentamento del Dragone diventerà strutturale nelle prossime due decadi. Scomponendo la crescita del Pil tendenziale in quella delle sue determinanti⁶, emerge una graduale riduzione del *trend* di crescita dal 7% nel periodo 2016-20, al 5,9% nel 2021-25, fino al 4,9% nel quinquennio 2026-30⁷. Uno studio molto più recente, ma che condivide il metodo del precedente, di Oxford Economics⁸ prevede un rallentamento più marcato, con una stima di crescita media pari al 4,5% nel decennio 2020-30 e, addirittura, al 3% in quello successivo. Risultati ancora più pessimisti rispetto a quelli di Oxford Economics sono ottenuti da Rajah e Leng⁹, che indicano un calo della crescita del Pil al 3% entro il 2030 e fino al 2% entro il 2040.

Il mal di pancia cinese influenza anche gli emergenti asiatici

Le proiezioni di lungo periodo sull'andamento dell'economia preoccupano certamente Pechino, ma sono osservate con una certa cautela anche dal resto del mondo. La Cina rappresenta, infatti, quasi il 19% del Pil globale ed è responsabile di oltre un quinto della crescita mondiale; è, inoltre, il principale importatore di *commodity*, con volumi tali da influenzare l'andamento dei prezzi delle stesse. **Il peso del**

⁶ Partendo da una funzione di produzione *Cobb-Douglas* del tipo $Y_t = A_t K_t^\alpha (h_t L_t)^{1-\alpha}$, le determinanti di crescita del Pil sono rappresentate dalla produttività totale dei fattori A , dallo *stock* di capitale K , dal capitale umano per lavoratore h e dalla forza lavoro L .

⁷ Bailliu et al., *How Fast Can China Grow? The Middle Kingdom's Prospects to 2030*, Bank of Canada Staff Working Paper 2016-15, aprile 2016.

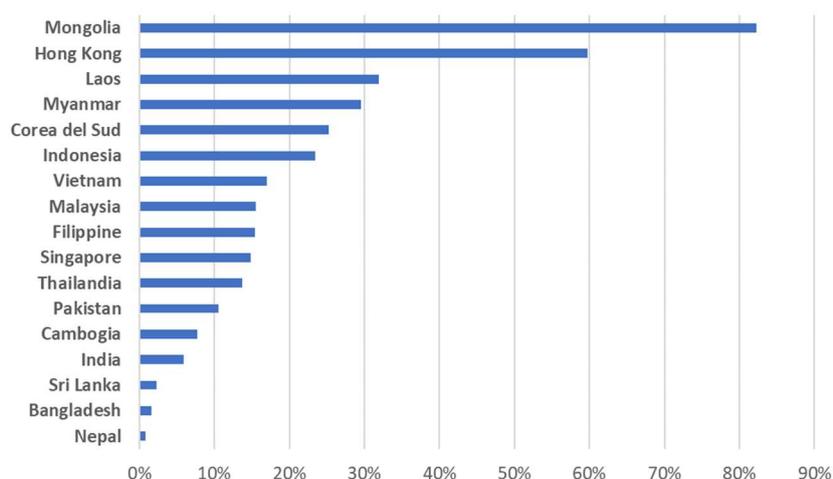
L'analisi risale al periodo pre-Covid e non può, chiaramente, tener conto degli effetti della pandemia, che avrebbero quasi certamente ridotto i valori delle stime.

⁸ Oxford Economics, *China's long-term growth to slow, catch up prospects to dim*, Research Briefing, September 2022.

⁹ Rajah e Leng, *Revising down the rise of China*, Lowy Institute, marzo 2022.

gigante asiatico è ancor più rilevante in ambito regionale, essendo il principale partner commerciale di molti Paesi dell'area e tra i maggiori investitori esteri, con diversi progetti riconducibili alla *Belt and Road Initiative*. Gli acquisti cinesi costituiscono una quota rilevante dell'export totale di beni per molte geografie in Asia, soprattutto per il ruolo centrale di Pechino nelle catene di fornitura della regione: anche escludendo i casi più estremi di Mongolia e Hong Kong¹⁰, da cui la Cina acquista, rispettivamente, l'82% e il 60% dei beni destinati ai mercati esteri, nel 2021 in 9 Paesi tra i 17 selezionati la quota di export verso la Cina supera il 15% del totale e in ben 12 il 10% (Fig. 2).

Figura 2 – Quota di export di beni verso la Cina sul totale nei Paesi selezionati (2021)



Fonte: Elaborazioni SACE su dati Fmi, Direction of Trade Statistics

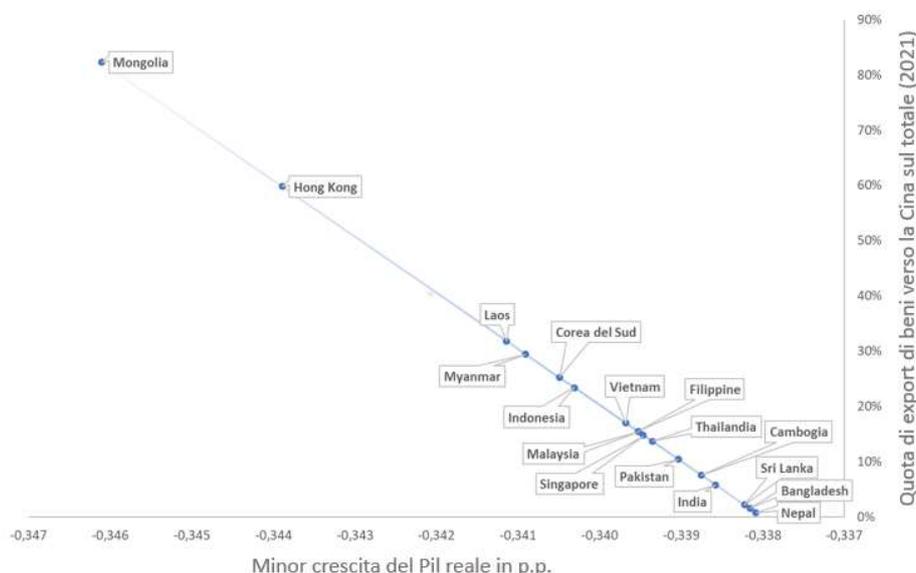
La crescente domanda di beni da parte della Cina e la sempre maggiore integrazione delle catene di produzione asiatiche hanno rafforzato il ruolo delle esportazioni quale motore dello sviluppo economico dell'Asia Pacifico, permettendo a molti Paesi dell'area di emergere anche con relativo successo dai periodi di maggiore debolezza della domanda internazionale dopo la CFG e la successiva crisi dei debiti sovrani in Europa. **Allo stesso tempo, però, la maggiore dipendenza dalla Cina ha reso questi stessi Paesi più esposti ai fenomeni di rallentamento dell'economia di Pechino.** Al fine di quantificare l'impatto di uno shock negativo del Pil cinese sulla crescita economica dei Paesi asiatici, è stato costruito un modello econometrico del tipo *dynamic panel*¹¹ che prende in considerazione, tra le altre variabili, anche il peso relativo della domanda di beni dalla Cina (già riportato in Fig. 2). I risultati delle stime confermano l'importanza delle *performance* della più grande economia asiatica sul resto dell'area: **in media, una minor crescita del Pil cinese di 1 punto percentuale è associata a un rallentamento di 0,34 p.p. nei Paesi considerati. Inoltre, l'effetto stimato aumenta al crescere dell'importanza della Cina come mercato di sbocco dell'export delle economie selezionate.** Per ogni incremento della quota di vendite di beni verso la Cina sul totale di 1 p.p., infatti, l'impatto calcolato aumenta di 0,01 p.p.¹² (Fig. 3).

¹⁰ Il dato di Hong Kong riflette il suo status di Regione Amministrativa Speciale della Cina e il suo importantissimo ruolo di hub finanziario e commerciale di Pechino.

¹¹ Si rimanda all'Appendice per una presentazione completa dei dati utilizzati, del modello stimato e dei risultati della regressione.

¹² Questo valore calcolato per i diversi Paesi rappresenta, quasi certamente, una stima conservativa dell'impatto del rallentamento cinese. Questo avviene in quanto il modello utilizzato non è di tipo strutturale e, conseguentemente, non può cogliere a pieno le relazioni esistenti tra le diverse variabili. Inoltre, alcune variabili sono state omesse, come ad esempio i flussi di IDE provenienti dalla Cina (per la difficoltà nel raccogliere queste informazioni in serie storica), o

Figura 3 – Impatto del rallentamento di 1 p.p. della crescita cinese sul Pil dei Paesi selezionati (p.p.)



Fonte: Stima Ufficio Studi SACE

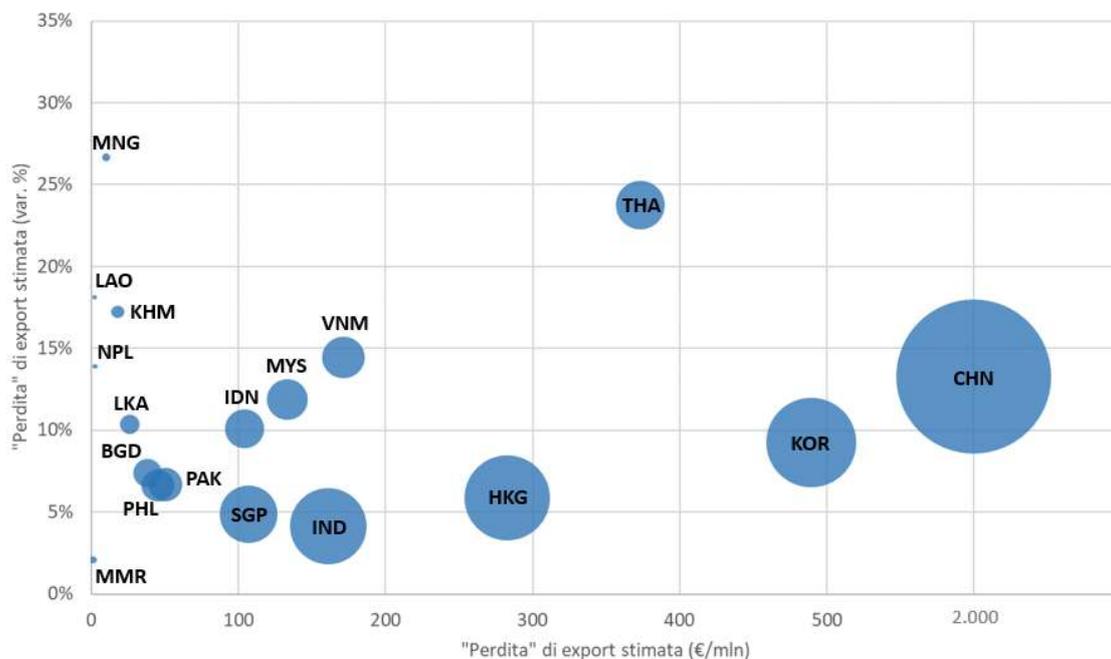
Le implicazioni per l'export italiano nell'area

Considerati gli effetti di uno shock della crescita della Cina su quella dei mercati emergenti dell'area, l'analisi è stata spinta un po' oltre provando a valutare, in termini numerici, come potrebbero reagire le esportazioni italiane verso i Paesi emergenti dell'Asia Pacifico (APAC). È stata, più precisamente, calcolata l'elasticità dell'export italiano all'andamento del Pil delle geografie selezionate attraverso la stima di un modello gravitazionale, che, nella sua forma classica, permette di prevedere l'andamento delle relazioni commerciali tra Paesi sulla base della loro dimensione economica e della loro distanza geografica. Il risultato di questo modello è stato, poi, utilizzato insieme a quello del precedente per calcolare a quanto ammonterebbe la "perdita" del nostro export verso i Paesi asiatici nel 2021 se la crescita della Cina fosse stata di 1 p.p. inferiore rispetto a quella effettiva.

L'impatto complessivo di un rallentamento di 1 p.p della crescita del Pil reale cinese sul totale delle esportazioni italiane verso i Paesi selezionati è risultato pari a oltre €4 miliardi, una riduzione dell'11% rispetto ai valori effettivamente realizzati (Si veda la Tabella A3 nell'Appendice econometrica). Il dettaglio relativo ai singoli Paesi è rappresentato nella Fig. 4, in cui spicca in particolare la "perdita" di export stimata in Cina, superiore a €2 miliardi per effetto di una riduzione del 13,3% rispetto ai valori effettivamente esportati nel 2021, seguita da Corea del Sud (€489 mln, 9,3%), Thailandia (€373 mln, 23,7%), Hong Kong (€283 mln, 5,9%) e Vietnam (€171 mln, 14,4%), mentre l'effetto su mercati di destinazione minori come Cambogia, Mongolia, Nepal e Laos risulta inferiore in valore, sebbene elevato in percentuale, in virtù del basso livello delle vendite italiane in questi Paesi.

l'andamento dei prezzi delle *commodity*. Ad ogni modo, il segno e la significatività del risultato ottenuto confermano l'idea che la dipendenza commerciale da Pechino di una certa economia la renda più vulnerabile al rallentamento cinese.

Figura 4 – Impatto del rallentamento della crescita cinese di 1 p.p. sull’export italiano in APAC



Nota: La dimensione delle bolle rispecchia il valore dell’export italiano nel Paese nel 2021

Legenda: CHN=Cina; KOR=Corea del Sud; HKG=Hong Kong; IND=India; SGP=Singapore; THA=Thailandia; VNM=Vietnam; MYS=Malaysia; IDN=Indonesia; PAK=Pakistan; PHL=Filippine; BGD=Bangladesh; LKA=Sri Lanka; KHM=Cambogia; NPL=Nepal; MMR=Myanmar; LAO=Laos; MNG=Mongolia

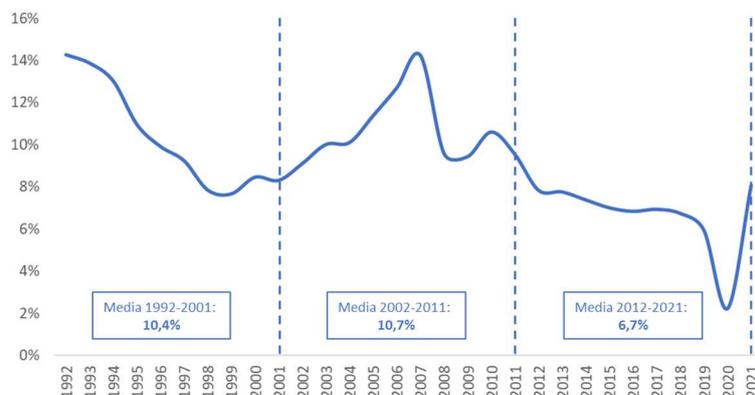
Fonte: Stima Ufficio Studi SACE

La Cina riaprirà, ma il rallentamento economico ha anche natura strutturale

Se la decelerazione in corso può essere attribuita a cause direttamente o indirettamente connesse alla pandemia, **il Pil cinese nell’ultimo decennio è cresciuto a un ritmo sostanzialmente inferiore a quello registrato nelle due decadi precedenti**, passando da una media superiore al 10% nei periodi 1992-2001 e 2002-2011 a una del 6,7% negli anni 2012-21 (Fig. 5). Anche riducendo il periodo di osservazione escludendo il 2020, anno in cui l’economia del Dragone è cresciuta del 2,2%, la crescita media nell’arco temporale 2012-19, pari al 7%, non è stata dissimile da quella relativa all’intero decennio.

Tralasciando gli shock di natura transitoria che influenzano l’andamento economico di breve termine e **rivolgendo, dunque, l’attenzione verso quei fattori strutturali che determinano la traiettoria di crescita di lungo periodo di un Paese, è possibile affermare che il percorso di sviluppo dell’economia cinese rallenterà stabilmente nei prossimi anni**. La teoria economica indica, infatti, tre principali fattori in grado di determinare la crescita economica di lungo periodo: la produttività dei fattori di produzione, l’accumulazione di capitale e l’incremento della componente lavoro, attraverso il numero di lavoratori o la quantità di ore lavorate. Tutti questi elementi, che hanno trainato la locomotiva cinese verso tassi di crescita straordinariamente elevati in passato, appaiono oggi aver esaurito la loro spinta propulsiva, non solo quale fisiologica conseguenza dell’avanzamento del Paese a uno stadio di sviluppo economico superiore, ma anche come risultato delle politiche che hanno segnato l’ascesa del Dragone nell’economia globale.

Figura 5 – Crescita del Pil reale della Cina (1992-2021)



Fonte: Elaborazioni SACE su dati Fmi

La “trappola” demografica

L’aspetto demografico è quello che offre supporto più immediato alle prospettive di minor crescita di lungo periodo per la Cina. Il rapido aumento della popolazione, che ha rappresentato una delle direttrici dello sviluppo dell’economia, ha cambiato infatti il suo corso a partire dal XXI secolo: **nel periodo compreso tra il 1980 e il 1995 la popolazione è aumentata a un tasso medio annuo considerevole, pari a 1,4%, dimezzatosi però dal 1996 al 2009 e ridottosi ulteriormente a solo lo 0,5% dal 2010 al 2021; nel 2022 la popolazione cinese è addirittura stimata in diminuzione per la prima volta dalla grande carestia del 1959-61, trend previsto anche per gli anni successivi**¹³. Il declino della popolazione, figlio di un drastico calo del tasso di fertilità (1,3 figli per coppia nel 2020, ben al di sotto del tasso mondiale di *replacement*¹⁴ di 2,1), e il contestuale incremento dell’aspettativa di vita in Cina si riflettono nel dato relativo al **rapporto tra occupati e popolazione, che nel 2019 è risultato pari a 56,6%, 1,8 p.p. inferiore rispetto al picco del periodo 2004-07**. Nel lungo periodo, le più recenti stime pubblicate dalle Nazioni Unite nel progetto *World Population Prospects* indicano una riduzione della popolazione cinese in età lavorativa nel 2050 di ben 219 milioni di individui, con gli *over-65* che costituiranno oltre un quarto degli abitanti del Paese. Queste previsioni confermano una tendenza già ben visibile nell’indice di dipendenza anziani, che negli ultimi venti anni in Cina è aumentato molto rapidamente, passando da poco più del 10% nel 2002 a quasi il 18% nel 2021, un dato superiore a quello riscontrato in diverse economie emergenti dell’Asia (Fig. 6).

Le ragioni di questo rapido declino possono essere in parte ricondotte alle politiche seguite in passato per limitare la crescita della popolazione, come la draconiana *one-child policy*, in vigore dal 1980 al 2015, che ha impedito a numerose famiglie cinesi di avere più di un figlio. Sebbene questo limite sia stato rimosso nel 2016, consentendo due figli per coppia, e modificato ulteriormente nel 2021, permettendo anche il terzo, l’eredità della *one-child policy* è tuttora molto forte, sia da un punto di vista culturale, che per i suoi effetti sulla distribuzione di genere della popolazione, avendo creato un *gap* positivo considerevole del numero di uomini rispetto alle donne¹⁵. Oltre che ai retaggi delle politiche passate, il basso tasso di fertilità in Cina è oggi profondamente legato a motivi di natura economica, a seguito del rapido aumento del costo della vita nel

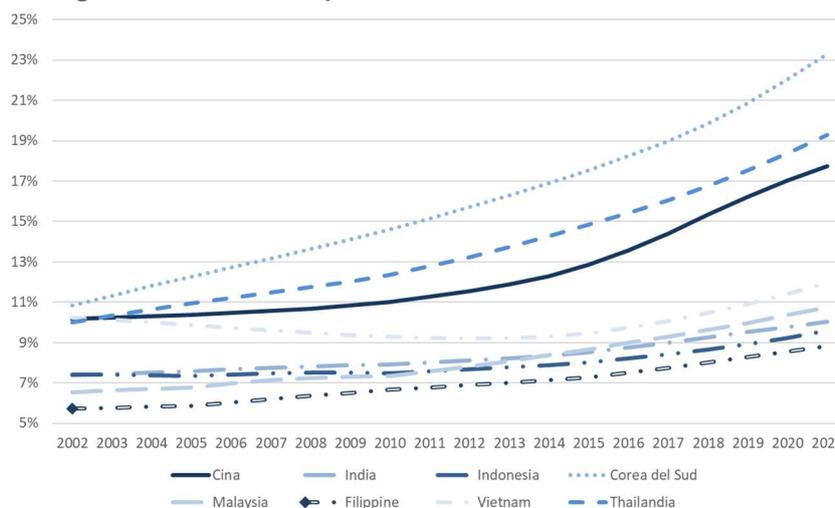
¹³ IMF *World Economic Outlook Database*, ottobre 2022.

¹⁴ Il c.d. *replacement rate* è il tasso di fertilità al quale la popolazione di un Paese sostituisce perfettamente se stessa tra due generazioni successive.

¹⁵ La possibilità di avere un solo figlio ha causato numerosi aborti in Cina, data la preferenza di moltissime famiglie per un figlio maschio. Questo tema è stato toccato da diverse fonti autorevoli, tra cui Ebenstein, *The ‘Missing Girls’ of China and the Unintended Consequences of the One Child Policy*, *Journal of Human Resources*, 45(1), 2010.

Paese, soprattutto nei grandi centri urbani¹⁶. Con queste premesse, **il contributo della componente lavoro alla crescita della Cina nei prossimi anni è destinato a ridursi notevolmente rispetto al passato**, a meno di un forte aumento delle ore lavorate dalla popolazione occupata, ipotesi estremamente remota data la crescente ostilità pubblica verso la cosiddetta “996 culture” (ossia, lavorare dalle 9 di mattina alle 9 di sera, 6 giorni alla settimana).

Figura 6 – Indice di dipendenza anziani nei Paesi selezionati



Fonte: Elaborazioni SACE su dati Banca Mondiale, *World Development Indicators*

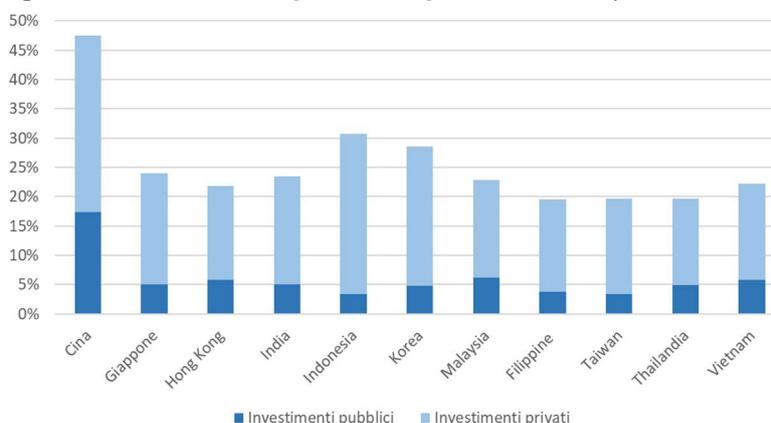
Le politiche di sovrainvestimento fra inefficienze e squilibri

Oltre che dal fattore demografico, la straordinaria crescita della Cina è stata in larga parte alimentata da tassi di investimento elevati, sia per il settore privato che per quello pubblico. **Nel 2019 il valore combinato degli investimenti pubblici e privati in Cina è stato pari al 47,5% del Pil, un livello di gran lunga superiore a quello registrato nei Paesi dell’area, sia emergenti che avanzati (Fig. 7).**

Il modello di crescita seguito finora, basato sul rapido sviluppo dell’industria manifatturiera e sul ruolo preminente delle esportazioni, ha richiesto, infatti, che buona parte del Pil fosse investita, anziché consumata. Per stimolare questo comportamento “virtuoso”, **il governo ha contribuito sia in maniera diretta, tramite la spesa delle amministrazioni centrali e locali e delle imprese a controllo statale, che attraverso la creazione di un sistema finanziario che garantisse abbondante liquidità a costi contenuti.** Questo archetipo di crescita ha funzionato nelle fasi iniziali del processo di sviluppo dell’economia cinese, ma nel tempo ha fatto emergere tutti i suoi limiti, in termini sia di sostenibilità che di efficienza. Queste due tematiche sono strettamente connesse tra loro, in quanto la politica di sovrainvestimento seguita dalla Cina ha spesso diretto risorse verso utilizzi poco efficienti, creando un eccesso di capacità produttiva in diversi settori dell’economia e alimentando squilibri finanziari.

¹⁶ Uno dei temi riscontrati nelle grandi città cinesi è la difficoltà nell’acquisto della casa, per via dei prezzi troppo elevati. Ad esempio, a Pechino e Shangai il rapporto medio tra il prezzo degli immobili e il salario annuo dei residenti è di circa 25, oltre il doppio rispetto a quello riscontrato a New York.

Figura 7 – Investimenti pubblici e privati in Asia (2019, % del Pil)



Fonte: Elaborazioni SACE su dati Fmi, Investment and Capital Stock Dataset

Diversi studi empirici hanno analizzato il fenomeno del sovrainvestimento, i suoi principali *driver* e le conseguenze per l'economia cinese. Tra questi, Ding, Knight e Zhang¹⁷ fanno un'importante distinzione tra imprese private e a controllo statale (*State Owned Enterprises*, SOE), spiegando come il fenomeno del sovrainvestimento e dell'utilizzo inefficiente delle risorse sia più forte per le seconde rispetto alle prime. Le politiche di investimento delle imprese private sono state, infatti, guidate soprattutto da un rapido incremento dei profitti negli anni del *boom* economico cinese e dalla conseguente disponibilità di abbondanti flussi di cassa: quando la crescita dei profitti e il ritorno economico degli investimenti hanno mostrato una flessione, l'aumento dei livelli di debito ha disciplinato le imprese private, che hanno conseguentemente ridotto l'espansione delle proprie attività. Questo stesso meccanismo non ha, però, funzionato per le SOE, a cui può essere ricondotta la maggior parte del debito delle imprese non finanziarie nel Paese¹⁸, che hanno continuato a operare perseguendo obiettivi politici, piuttosto che economici, godendo di ampio supporto da parte delle banche nonostante si trovassero in condizioni finanziarie fragili¹⁹. **Il problema del sovrainvestimento da parte delle SOE è emerso con forza a seguito delle politiche di stimolo monetario e fiscale adottate dal governo all'indomani della Crisi Finanziaria Globale (CFG) del 2008. Gli investimenti in eccesso in alcuni settori – soprattutto riconducibili all'industria pesante – hanno, infatti, determinato un elevato tasso di sottoutilizzo del capitale, con un conseguente aumento dei costi fissi che ha ridotto i margini di profitto, rendendo più difficile il rimborso delle passività da parte delle SOE.** Il problema dell'eccesso di capacità produttiva è all'attenzione del governo cinese, che nel 2016 ha deciso la chiusura di numerose imprese nei settori del carbone e dell'acciaio, con la conseguente perdita di quasi due milioni di posti di lavoro²⁰. Altro emblema dell'eccessiva attività di investimento in alcuni settori dell'economia è la recente crisi del *property sector* in Cina²¹, che con una ondata di *default*, anche da parte dei principali operatori, ha inflitto

¹⁷ Ding, Knight and Zhang, *Does China overinvest? Evidence from a panel of Chinese firms*, The European Journal of Finance, 25:6, 489-507, 2019.

¹⁸ Una analisi OCSE mostra come, nel 2017, circa il 75% del livello di debito accumulato in Cina dalle imprese non finanziarie fosse attribuibile alle SOE. Per maggiori dettagli si veda Molnar e Lu, *State-Owned Firms Behind China's Corporate Debt*, OECD Working Paper No. 1536, febbraio 2019.

¹⁹ Questo atteggiamento da parte del mondo bancario trova anche giustificazione nell'idea che il governo agisca come prestatore di ultima istanza, non permettendo alle SOE di fallire.

²⁰ Yang, *China to shed 1.8m coal and steel jobs*, Financial Times, febbraio 2016.

²¹ Per ulteriori informazioni si veda SACE, Focus On, *L'elefante nella stanza: peso e squilibri del settore immobiliare in Cina*, novembre 2021.

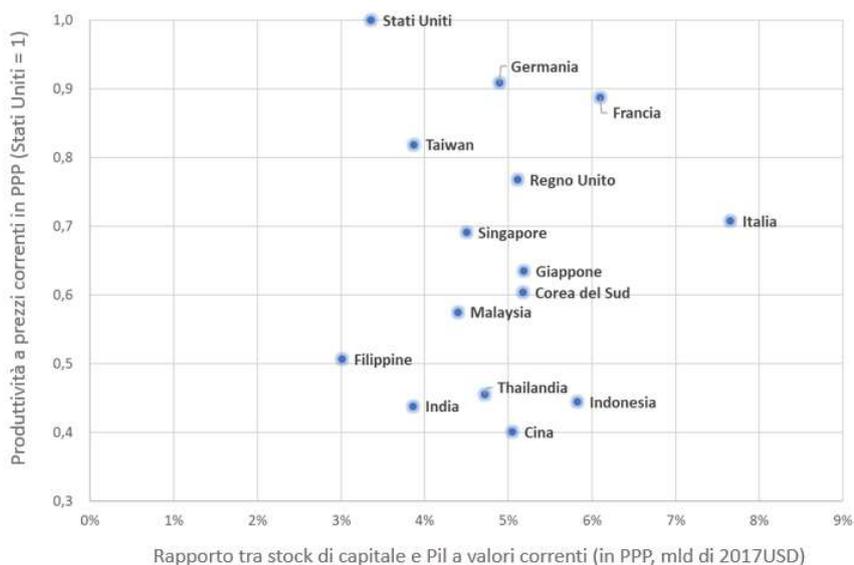
perdite a investitori esteri e ha fatto temere per la stabilità del settore finanziario del Paese, dato il peso congiunto dei settori *real estate* e costruzioni, stimato in circa il 29% del Pil.

La necessità di ridurre le inefficienze dell'economia cinese e di attenuarne gli squilibri finanziari dovrebbe, pertanto, segnare la fine del modello di sviluppo seguito a partire dalla fine degli anni '70, considerato anche che il malfunzionamento del processo di allocazione del capitale ha fatto sì che la spinta dell'attività di investimento abbia, in molti casi, esaurito vigore nel breve termine, senza gettare le basi per una crescita duratura.

Una superpotenza economica a bassa produttività

La Fig. 8 offre una sintesi grafica piuttosto efficace di questa caratteristica: **a fronte di uno stock di capitale in proporzione al Pil equiparabile a quello delle economie avanzate, il livello di produttività dei fattori in Cina risulta attualmente estremamente basso.**

Figura 8 – Relazione tra stock di capitale su Pil e produttività nei Paesi selezionati (2019)



Fonte: Elaborazioni SACE su dati Penn World Table 10.0

Il miracolo economico cinese degli ultimi 40 anni è sicuramente attribuibile, per una porzione significativa, all'incremento della produttività totale dei fattori (*Total Factor Productivity*, TFP), ottenuto sia grazie a un aumento della TFP all'interno dei settori dell'economia, sia grazie a una riallocazione di risorse da settori a minor produttività (il settore primario) verso quelli a TFP più alta (industria moderna e servizi), oltre che a un peso crescente delle imprese private rispetto alle SOE (soprattutto negli anni successivi all'apertura internazionale della Cina a seguito delle riforme del 1978). Tuttavia, **il tasso di crescita della TFP ha subito un brusco rallentamento dopo la CFG, riducendosi dal 2,8% l'anno del decennio anteriore al 2008 al solo 0,7% nel periodo 2009-18²². Sebbene tale fenomeno sia stato riscontrato anche a livello globale, nel caso della Cina esso è avvenuto in modo ancor più marcato.** Brandt et al. individuano le cause di questo rallentamento: (i) una minor convergenza della produttività delle SOE rispetto alle imprese private a partire dal 2007 e, come notato in precedenza, (ii) una crescente allocazione di risorse (credito e investimenti)

²² Brandt et al., *China's Productivity Slowdown and Future Growth Potential*, World Bank Policy Research Working Paper 9298, giugno 2020.

verso i settori della metallurgia e delle costruzioni, sia infrastrutturali che residenziali, che ha determinato una rapida riduzione del rendimento del capitale e l'accumulazione di elevati livelli di debito.

In termini prospettici, l'inversione di questa tendenza appare un obiettivo difficile da realizzare, quantomeno in un futuro prossimo. In prima battuta, la Cina si trova in una fase intermedia del proprio sviluppo e ha già beneficiato di quei fenomeni in grado di generare gli aumenti più consistenti di produttività, quali il passaggio da una economia pianificata a una di mercato, l'apertura al commercio internazionale, la riduzione del peso del settore agricolo nell'economia a favore dell'industria e dei servizi e i processi di urbanizzazione. In secondo luogo, la quota del valore aggiunto manifatturiero sul Pil sembra aver raggiunto il suo picco nel biennio 2009/10, dopo il quale ha iniziato a perdere peso a favore del settore terziario, caratterizzato da una produttività del lavoro di circa il 16% inferiore rispetto alla manifattura²³. Inoltre, le crescenti tensioni tra Cina e Occidente, in particolare Stati Uniti, rischiano di isolare sempre più Pechino, compromettendone la possibilità di accedere ai mercati e alle tecnologie occidentali, che hanno fornito un contributo decisivo al miracolo economico cinese.

Mai più crescita ad ogni costo?

Oltre che nelle considerazioni di natura più tecnica, **la previsione di un rallentamento strutturale della Cina trova supporto anche nell'attuale impronta politica di Xi Jinping, che da qualche anno sembra aver accettato tassi di crescita economica inferiori, privilegiando uno sviluppo di maggior qualità e la sostenibilità delle finanze pubbliche e private.** La visione del Presidente cinese sembra, infatti, essere lontana da quella espressa in occasione del *Terzo Plenum*²⁴ del 2013, quando furono annunciate riforme orientate al libero mercato che avrebbero dovuto proiettare il Dragone in una nuova era di rapida crescita. Il nuovo approccio di Xi è più votato, al contrario, a perseguire il concetto di *Common Prosperity* – ossia, una riduzione delle disuguaglianze sociali attraverso una redistribuzione delle risorse da quei soggetti che hanno beneficiato in modo eccessivo del boom economico del Paese verso le classi meno abbienti – piuttosto che sulla ricerca della crescita a ogni costo²⁵; in questa direzione sono da leggere anche gli interventi che hanno inasprito la regolamentazione per i colossi del settore *hi-tech* operanti in Cina²⁶. **Anche la risposta delle autorità monetarie e fiscali di Pechino allo shock pandemico è stata finora di una portata ben diversa da quanto fatto per far ripartire l'economia dopo la CFG del 2008 e dopo il rallentamento del biennio 2015/16.** Nel 2008 furono messe in campo misure di stimolo fiscale pari a quasi il 13% del Pil, da utilizzare in 27 mesi, affiancate da un aumento senza precedenti dell'attività di *lending* da parte del settore bancario, che hanno spinto in alto la domanda di beni di consumo e di materie prime, ma che hanno lasciato in eredità un elevato stock di debito e un numero rilevante di fallimenti aziendali; nel 2016 l'esercizio è stato ripetuto, seppure in proporzioni minori, indirizzando la spesa fiscale allo stimolo del mercato immobiliare. Nonostante l'indiscutibile entità dello shock generato dal Covid, le misure adottate nel corso del 2020 ammontano, invece, a circa la metà, in proporzione al Pil, di quelle dispiegate nel 2008 e, diversamente dal passato, il governo ha deciso di non affidare il traino della ripresa agli investimenti nel mercato immobiliare.

²³ Eslake, *China's slowdown is structural*, National Institute Global Economic Outlook – Spring 2022, National Institute of Economic and Social Research, maggio 2022.

²⁴ Il *Plenum* è una assemblea plenaria che riunisce le personalità più influenti a livello nazionale e che traccia le linee guida della politica economica dei successivi cinque o dieci anni.

²⁵ Il mutato corso degli eventi internazionali nel 2022 e il rallentamento economico indotto dalla *zero-Covid policy* sembrano, però, aver arrestato in parte questo processo di redistribuzione, con il Paese che ha riportato il tema della crescita al centro della sua agenda economica. Se solo un anno fa il concetto di *Common Prosperity* sembrava essere pervasivo, lo stesso è apparso solo una volta in un documento di lavoro di 17.000 parole sullo stato dell'economia consegnato al Presidente a marzo di quest'anno dal Ministro delle Finanze Li Keqiang (Xi Jinping's 'Common Prosperity' Was Everywhere, but China Backed Off - WSJ). Sebbene questo non lasci intendere un abbandono della politica di *Common Prosperity*, è evidente che le grandi riforme strutturali del sistema di tassazione e welfare necessarie al suo perseguimento sottintendano un costo che la Cina, in questa fase congiunturale, non sembra disposta a pagare.

²⁶ Vd nota 16.

Modificare il corso degli eventi è arduo, ma non impossibile

La maggior parte delle analisi sembra, dunque, non lasciare margini al destino del Dragone, che dovrà inevitabilmente accettare *performance* economiche ben distanti dal passato. **Se alcune determinanti del rallentamento potranno difficilmente invertire il loro corso, come, nel caso del declino demografico, è però vero che la Cina ha la possibilità di intervenire con riforme strutturali volte a mitigare questa tendenza.** Ad esempio, gli investimenti potrebbero essere diretti verso strutture e infrastrutture di cui il Paese necessita seriamente, come quelle relative alla produzione di energia *green*, le scuole, gli ospedali e quelle rivolte a combattere gli effetti del cambiamento climatico (come l'innalzamento del livello dei mari). Sarebbe auspicabile, al contempo, ridurre il ruolo del settore pubblico nell'economia, stimolando maggiormente quello privato, vero motore dell'innovazione e della crescita della produttività: ancora, i consumi privati e i servizi dovrebbero aumentare il loro peso sul Pil relativamente a quello degli investimenti tradizionali e dell'industria. Il raggiungimento di questi obiettivi è, a dire il vero, tutt'altro che facile. L'indirizzamento di risorse verso gli investimenti di cui la Cina ha bisogno richiede riforme finanziarie che creino incentivi a investire in determinate aree e settori; l'allocazione del credito dovrebbe essere maggiormente guidata da regole di mercato, privilegiando quei soggetti innovatori in grado di accrescere la TFP (quantomeno, le imprese private dovrebbero avere le stesse possibilità riservate alle SOE); l'incremento dei consumi della popolazione può avvenire solo grazie a riforme fiscali in grado di distribuire maggiori risorse alle fasce più deboli della popolazione. Questi interventi non produrrebbero immediatamente gli effetti desiderati e, anzi, è probabile che nel breve termine abbiano anche un effetto negativo sulla crescita rispetto alle misure di stimolo adottate più volte in passato, ma rappresentano anche l'unica via di uscita da un modello di sviluppo che, esaurita ormai la sua spinta, si sta rivelando controproducente per il Paese.

Non tutti i mali vengono per nuocere

Seppure evidente come, nell'immediato, la minor spinta della locomotiva cinese non possa far sorridere i mercati emergenti asiatici e gli esportatori italiani, ci sono validi motivi per guardare con interesse ai possibili nuovi assetti economici futuri della regione. Da un punto di vista puramente metodologico, bisogna infatti sottolineare come l'analisi sia stata condotta su una base dati caratterizzata da un tasso di crescita medio del Pil della Cina molto elevato, superiore all'8,5% l'anno nel periodo considerato. **Nel momento in cui il Dragone entrerà in una nuova fase economica caratterizzata da una crescita più moderata, il modello dovrà essere stimato nuovamente per tener conto di questo *break strutturale*, risultando in un impatto calcolato sicuramente inferiore²⁷.** È poco plausibile, ad esempio, che per ogni punto percentuale di minor crescita cinese l'export italiano nel Paese si riduca di oltre €2 miliardi. Una seconda considerazione, di carattere più qualitativo, riguarda i legami tra i Paesi asiatici e la Cina e il ruolo di quest'ultima nella regione. **In un orizzonte temporale di 15 o 20 anni, infatti, è lecito attendersi che diverse economie asiatiche, già caratterizzate da forte dinamismo, avranno fatto diversi passi avanti nello sviluppo della propria industria manifatturiera, risultando capaci di estendere la propria capacità produttiva sia verticalmente che orizzontalmente, diminuendo così la propria dipendenza dai prodotti cinesi; al contempo, altri Paesi potrebbero guadagnare quote di mercato nei confronti della Cina, rendendo le catene produttive globali meno legate alle sorti di Pechino. Inoltre, qualora venissero attuate politiche coerenti con l'obiettivo di *Common Prosperity*, l'aumento atteso dei consumi domestici in Cina potrebbe offrire nuove opportunità per gli esportatori italiani nel Paese, soprattutto nel settore dei beni di consumo.**

²⁷ Un'altra considerazione, di natura ancora più tecnica, riguarda la scelta del modello utilizzato per condurre questo esercizio. Sebbene un modello di tipo gravitazionale possa essere utilizzato per il calcolo delle elasticità dell'export, una valutazione più completa dei rapporti commerciali tra Paesi diversi richiede la costruzione di ben più complessi modelli di equilibrio economico generale, in grado di tener conto delle interrelazioni tra le diverse variabili macroeconomiche e finanziarie.

FOCUS ON

sace 

Evidenziate queste doverose cautele, l'esercizio presentato rimane comunque un valido strumento per valutare le implicazioni di uno *shock* negativo della crescita cinese, soprattutto in un orizzonte temporale di breve periodo. **Nel medio-lungo periodo, invece, le aziende italiane, così come i loro competitor internazionali, potrebbero addirittura trarre vantaggio da un ridimensionato ruolo della Cina in Asia Pacifico.** Il rallentamento economico e il cambio di rotta delle politiche di sviluppo di Pechino potrebbero, infatti, avere un impatto negativo sulla quantità di risorse da investire al di fuori del Paese, aprendo opportunità ad altri attori internazionali, che dovranno però sapersi far trovare pronti a raccogliere la sfida in quelle geografie che tuttora risultano ancora mercati di frontiera o sotto-penetrati.

Appendice econometrica

Impatto del rallentamento del Pil della Cina sulla crescita dei Paesi selezionati

L'esercizio svolto ha come obiettivo la stima dell'effetto del rallentamento della Pil della Cina sulla crescita economica di un gruppo di Paesi emergenti asiatici selezionati²⁸. A tal fine, è stato stimato il seguente modello di tipo *dynamic panel* lungo un orizzonte temporale di 15 anni (dal 1996 al 2020)²⁹:

$$\Delta y_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta y_{i,t-1} + \beta_2 \Delta y_{CHN,t} + \beta_3 x_{i,t} + \beta_4 \Delta y_{CHN,t} * x_{i,t} + \beta_5 \pi_{i,t} + \beta_6 m2_{i,t} + \beta_7 d_{i,t} + \beta_8 bp_{i,t} + \beta_9 intrev_{i,t} + \beta_{10} cab_{i,t} + \beta_{11} fdi_{i,t} + \beta_{12} edu_{i,t} + \beta_{13} \Delta g_{i,t} + \beta_{14} \Delta i_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1A)$$

dove $\Delta y_{i,t}$ è la crescita percentuale del Pil reale del Paese i al tempo t , $\Delta y_{CHN,t}$ la crescita percentuale del Pil reale della Cina, $x_{i,t}$ la quota di export del Paese i verso la Cina sul totale delle esportazioni, $\pi_{i,t}$ il tasso di inflazione, $m2_{i,t}$ l'aggregato monetario M2, $d_{i,t}$ il rapporto tra debito pubblico e Pil, $bp_{i,t}$ il saldo primario di bilancio sul Pil, $intrev_{i,t}$ la quota di ricavi fiscali assorbita dal pagamento degli interessi sul debito, $cab_{i,t}$ il saldo di parte corrente sul Pil, $fdi_{i,t}$ i flussi di IDE in entrata sul Pil, $edu_{i,t}$ il tasso di iscrizione all'istruzione terziaria, $\Delta g_{i,t}$ la crescita percentuale della spesa pubblica e $\Delta i_{i,t}$ il tasso di crescita degli investimenti. È stato incluso anche il termine di interazione $\Delta y_{CHN,t} * x_{i,t}$ per verificare se l'effetto della variazione del Pil cinese su quello dei Paesi scelti aumentasse all'aumentare della dipendenza commerciale dalla Cina. I dati sono stati principalmente estratti dal database *World Economic Outlook* del Fmi; dove mancanti, è stato utilizzato il database *World Development Indicators* di Banca Mondiale e altre fonti accessibili a pagamento (*Economist Intelligence Unit, Fitch Solutions, IHS*). I dati relativi alle esportazioni sono di fonte Fmi (*Direction of Trade Statistics*).

La scelta dello stimatore appropriato è ricaduta sul *panel data generalized least square estimator*, idoneo all'analisi di dati longitudinali in presenza di autocorrelazione ed eteroschedasticità del termine di errore³⁰. La Tabella A1 riporta il valore stimato dei coefficienti dell'Equazione (1A), insieme ai rispettivi errori standard e livelli di significatività. Il coefficiente $\widehat{\beta}_2$, che è quello di maggior interesse per l'analisi, ha un valore stimato pari a 0,34 ed è significativo a un livello di confidenza del 99%. L'effetto di una riduzione della crescita di 1 p.p. del Pil reale della Cina su quello dei Paesi asiatici selezionati è, dunque, pari a 0,34 p.p.. Inoltre, il coefficiente $\widehat{\beta}_4$, pari a 0,01 e significativo a un livello di confidenza del 99%, indica come tale effetto aumenti al crescere della quota di export del Paese considerato verso la Cina.

Elasticità dell'export italiano al Pil dei Paesi selezionati

Una volta ottenute le stime dell'effetto della variazione del Pil della Cina su quello delle geografie asiatiche selezionate, è stata successivamente stimata l'elasticità delle esportazioni italiane al Pil di questi Paesi attraverso il seguente modello gravitazionale:

$$\ln(\text{export}_{i,t}^{ITA}) = \beta_1 \ln(\text{dist}_i^{ITA}) + \beta_2 \ln(y_{ITA,t}) + \beta_3 \ln(y_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}, \quad (2A)$$

²⁸ I Paesi considerati sono: Bangladesh, Cambogia, Cina, Corea del Sud, Filippine, Hong Kong, India, Indonesia, Laos, Malaysia, Mongolia, Myanmar, Nepal, Pakistan, Singapore, Sri Lanka, Thailandia, Vietnam.

²⁹ La specificazione del modello è stata scelta seguendo i principali contributi della letteratura economica relativi alle determinanti della crescita dei Paesi. Ad esempio, si veda Barro, *Determinants of Economic Growth in a Panel of Countries*, *Annals of Economic and Finance* 4, 231-274, novembre 2003.

³⁰ La cosiddetta *serial correlation* del termine di errore è stata valutata attraverso l'apposito *test di Wooldridge*, che ha determinato che il termine di errore segue un processo autoregressivo di tipo AR(1), mentre la presenza di eteroschedasticità è stata rilevata utilizzando il *test likelihood ratio* (LR).

dove $export_{i,t}^{ITA}$ sono i volumi di export dell'Italia verso il Paese i al tempo t , $dist_i^{ITA}$ è la distanza geografica tra Roma e la capitale del Paese i , $y_{ITA,t}$ è il Pil reale italiano e $y_{i,t}$ quello dell' i -esimo Paese. I risultati della stima, condotta lungo stesso orizzonte temporale di quella precedente, sono riportati nella Tabella A2, in cui è stata omessa la distanza geografica avendo utilizzato uno stimatore per dati *panel* del tipo *fixed effects*³¹. Avendo applicato l'operatore logaritmo naturale a tutte le variabili dell'Equazione (2A), i coefficienti stimati sono da intendersi come elasticità: in particolare, il coefficiente di nostro interesse, $\widehat{\beta}_3$, indica che ad una variazione del Pil dei Paesi selezionati pari a 1% è associata una variazione, dello stesso segno, dell'export italiano pari a 1,13% (ovvero, una elasticità uguale a 1,13).

Tab. A1: Risultati delle stime dell'Eq. (1A)

Variabile	Effetto sulla crescita dei Paesi selezionati
Crescita anno precedente	0.0577 (0.0461)
Crescita Cina	0.338*** (0.0671)
Quota di export verso la Cina	-0.0887*** (0.0294)
Crescita Cina*Quota export	0.00985*** (0.00328)
Inflazione	-0.125*** (0.0227)
M2 (% Pil)	-0.00464* (0.00238)
Saldo di bilancio primario (% Pil)	0.00991 (0.0169)
Debito pubblico (% Pil)	0.00258 (0.00622)
Interessi debito/Ricavi fiscali	-0.0376*** (0.0132)
Saldo di conto corrente (% Pil)	-0.102*** (0.0243)
Flussi di IDE (% Pil)	0.0675** (0.0314)
Educazione	-0.00876 (0.00820)
Crescita investimenti	0.0973*** (0.0117)
Crescita spesa pubblica	-0.0708*** (0.00939)
Costante	3.288*** (0.804)
Osservazioni Paesi	404 17

Errori standard in parentesi
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tab. A2: Risultati delle stime dell'Eq. (2A)

Variabile	Effetto sui volumi di export italiano (elasticità)
Crescita Pil Paese di destinazione	1.1257*** (0.0519)
Crescita Pil Italia	-2.1145** (0.5216)
Costante	23.3922*** (7.4220)
Osservazioni Paesi	450 18

Errori standard in parentesi
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Calcolo della perdita teorica di export italiano nel 2021 a seguito del rallentamento economico della Cina di 1 p.p.

I risultati delle stime delle equazioni (1A) e (2A) sono stati utilizzati per calcolare la "perdita" teorica di export verso le geografie asiatiche selezionate nel 2021 conseguente a una minore crescita di 1 p.p. del Pil reale della Cina rispetto al dato effettivo.

La formula utilizzata per stimare questo impatto è la seguente:

$$\Delta \widehat{Export}_{i,2021} = Export_{i,2021} (1 - \Delta_{\%} \widehat{Pil}_{i,2021} * \widehat{\varepsilon}_{exp}), \quad (3A)$$

³¹ Poiché lo stimatore *fixed effects* include un termine specifico al Paese i , ma che non varia nel tempo, la distanza tra le capitali, anch'essa fissa nel tempo, è omessa dalla regressione per motivi di multicollinearità.

dove $\Delta \widehat{Export}_{i,2021}$ è l'impatto in termini di minor export verso il Paese i nel 2021 (in milioni di euro); $Export_{i,2021}$ è il valore effettivo dell'export italiano verso quel Paese nel 2021; $\Delta\% \widehat{Pil}_{i,2021}$ è la variazione percentuale, stimata attraverso il modello presentato in precedenza, della crescita del Paese i nel 2021, rispetto a quella effettivamente registrata, a fronte di una minor crescita del Pil cinese di 1 p.p. nello stesso anno; e $\widehat{\varepsilon}_{exp}$ è l'elasticità dell'export italiano rispetto al Pil del Paese di destinazione, calcolata attraverso il modello gravitazionale.

I risultati di questo esercizio sono riportati nella Tabella A3, da cui si nota una certa eterogeneità dell'impatto del rallentamento dell'economia cinese sulle esportazioni italiane. Se le differenze nelle grandezze in valore sono, chiaramente, legate anche al diverso ammontare dell'export italiano nei Paesi, la "perdita" espressa in percentuale dell'export effettivo nel 2021 dipende principalmente dal valore della crescita reale di un certo Paese in quell'anno. Ad esempio, per la Thailandia, dove il Pil è aumentato solo dell'1,6% nel 2021, un rallentamento di 0,339 p.p. dovuto alla minor crescita cinese rappresenta una diminuzione particolarmente significativa, pari a 21,7%, mentre in Paesi che hanno registrato una *performance* economica migliore, come ad esempio l'India, cresciuta dell'8,9% nello stesso anno, la medesima riduzione di 0,339 p.p. rappresenta un calo relativo ben inferiore, pari a 3,8%. Per l'Equazione (3A), il coefficiente di elasticità $\widehat{\varepsilon}_{exp}$, comune a tutte le geografie, verrà moltiplicato, nel caso della Thailandia, per un delta percentuale di oltre 5,5 volte superiore rispetto a quello dell'India (21,7% vs 3,8%).

Tab. A3: Dettaglio per Paese dell'impatto del rallentamento della crescita cinese di 1 p.p. sull'export italiano

Paese	Dati effettivi		Scenario con crescita Cina inferiore di 1 p.p.			
	Crescita reale 2021 (var. % a/a)	Export Italia 2021 (€/mln)	Crescita reale stimata (var. % a/a)	Variazione % rispetto a crescita effettiva	Perdita di export stimata (€/mln)	Perdita di export stimata (%)
Cina	8,1	15.691	7,1	-12,1	2.084	13,3%
Corea del Sud	4,0	5.278	3,7	-8,5	489	9,3%
Thailandia	1,6	1.572	1,2	-21,7	373	23,7%
Hong Kong	6,4	4.815	6,1	-5,4	283	5,9%
Vietnam	2,6	1.185	2,2	-13,2	171	14,4%
India	8,9	3.885	8,6	-3,8	161	4,1%
Malaysia	3,1	1.121	2,8	-10,8	133	11,9%
Singapore	7,6	2.191	7,3	-4,5	107	4,9%
Indonesia	3,7	1.031	3,4	-9,2	104	10,1%
Pakistan	5,6	754	5,2	-6,1	50	6,7%
Filippine	5,6	679	5,3	-6,1	45	6,6%
Bangladesh	5,0	516	4,7	-6,8	38	7,4%
Sri Lanka	3,6	249	3,2	-9,5	26	10,4%
Cambogia	2,2	104	1,8	-15,7	18	17,2%
Mongolia	1,4	38	1,1	-24,4	10	26,7%
Nepal	2,7	16	2,3	-12,7	2	13,9%
Laos	2,1	11	1,7	-16,6	2	18,1%
Myanmar	-17,9	38	-18,3	-1,9	1	2,1%

Fonte: Stima Ufficio Studi SACE