

Quarto trimestre 2021

## Messaggi chiave

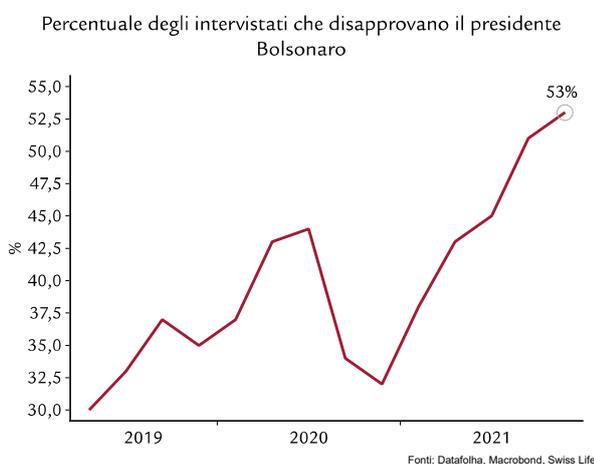
- Lo sviluppo economico rimane eterogeneo, ma la situazione pandemica è migliorata in molti Paesi.
- Le turbolenze sul mercato immobiliare cinese sono ascrivibili alla normativa statale; non dovrebbero allargarsi a macchia d'olio, dato che le autorità dispongono di ampi mezzi per contenerle.
- È probabile che l'attività sul mercato immobiliare continui a languire, gravando sulla crescita cinese.

## Attenzione a questa cifra

15 000  
mia.

L'indebitamento degli sviluppatori immobiliari cinesi e delle società dipendenti ammonta a oltre 15 000 miliardi di dollari. Con un debito di 300 miliardi di dollari, Evergrande – secondo più grande sviluppatore – ha notevoli difficoltà di pagamento. Questo richiama alla mente la crisi finanziaria del 2008. Rispetto alla bancarotta Lehman, che ha provocato una reazione a catena globale, Evergrande è più un problema interno. Inoltre, stando agli osservatori, Evergrande non rappresenta un rischio sistemico nonostante le sue dimensioni. L'effetto contagioso in Cina si verificherebbe solo se, contro ogni aspettativa, le autorità non fossero in grado di isolare il problema.

## Attenzione a questo grafico



Il Brasile versa in una situazione difficile per diversi motivi. Sul fronte congiunturale, la crescita nel secondo trimestre ha deluso (-0,1%). Nel contempo, l'inflazione annuale è salita al 9,7% ad agosto e le basse riserve idriche dovrebbero esercitare ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi dell'energia. Grande incertezza anche sul fronte politico: gli attacchi del presidente Bolsonaro contro la Corte Suprema hanno scatenato violente manifestazioni, inoltre si protrae la controversia sui pagamenti ordinati dai tribunali, che potrebbero penalizzare il bilancio dello Stato per il 2022. Dall'ultimo sondaggio di Datafolha emerge che il 53% degli intervistati era insoddisfatto del presidente (il 2% in più rispetto a luglio). L'anno elettorale 2022 potrebbe essere caratterizzato da turbolenze.

## Retrospectiva: evoluzione eterogenea nel secondo trimestre

Anche dopo la pubblicazione delle cifre relative al PIL per il secondo trimestre, nei Paesi emergenti si delinea un quadro disomogeneo. In Cina la crescita risulta leggermente più debole del previsto (7,9%), pertanto il PIL supera dell'8,1% il livello del quarto trimestre 2019. Altre economie nazionali asiatiche sono in ritardo rispetto alla ripresa. In Indonesia e Thailandia il PIL nel secondo trimestre ha sorpreso positivamente (crescita del 3,3% e dello 0,4%), ma non ha ancora raggiunto i livelli pre-crisi. In India, secondo la serie da noi destagionalizzata, tale divario ammonta addirittura al 10%. Tra i Paesi emergenti europei, nel secondo trimestre il PIL in Ungheria ha raggiunto il livello pre-crisi, mentre in Polonia e nella Repubblica Ceca è ancora inferiore rispettivamente del 2,8% e del 4,8%. Anche in America Latina si registra una ripresa eterogenea. Nel secondo trimestre il PIL cileno è cresciuto dell'1,0%, superando del 4,3% il livello pre-crisi. In Colombia, invece, il PIL è sceso del 2,4% attestandosi al 3% al di sotto del livello del quarto trimestre 2019. Messico (+1,5%) e Brasile (-0,1%) si collocano nel mezzo e sono ancora il 2% sotto il livello del PIL pre-crisi.

## Prospettiva: PMI deboli, miglioramento della pandemia

Gli indici dei direttori degli acquisti (PMI) per l'industria prevedono uno sviluppo molto eterogeneo. PMI industriale sotto la soglia di crescita per Messico, Indonesia, Vietnam e Russia. Un rallentamento è evidente anche in Brasile, India e Corea del Sud, tuttavia al di

sopra del limite di crescita. Taiwan (58,5) e Repubblica ceca (61,0) con valori attualmente più elevati. Le strozzature dell'offerta continuano a frenare la crescita, anche se di recente non si sono accentuate ulteriormente. Sul fronte della pandemia, numerosi Paesi di recente industrializzazione entrano nel quarto trimestre rafforzati, con casi in diminuzione, tassi di vaccinazione più elevati e, dopo ondate di pandemia devastanti, tassi di immunità naturale presumibilmente molto più elevati rispetto ai Paesi industrializzati. Fa eccezione la Cina, dove la politica di tolleranza zero dovrebbe continuare a creare un regime di stop and go.

## Cina: i limiti del mercato immobiliare

Per una volta, in Cina l'attenzione non è puntata sulla pandemia, bensì sul mercato immobiliare, freno alla crescita già da inizio anno. La debolezza del settore, dovuta agli inasprimenti politici dell'anno precedente, è consapevolmente accettata dalle autorità. L'obiettivo sembra chiaro: correggere gli anni di allocazione errata del capitale nel settore immobiliare gonfiato e destinare il capitale ad attività più produttive. Il boom immobiliare in atto dal 2015 rientra in un periodo durante il quale l'esodo rurale è rimasto importante, ma in cui anche la crescita demografica urbana è rallentata nettamente, dal 3,3% del 2015 al 2,0% del 2020. Sempre più sbilanciato il rapporto tra progetti di nuova costruzione e crescita demografica (grafico 2). Gli studi stimano che in Cina un appartamento su cinque sia vuoto. Tuttavia, ad oggi sono 2 i fattori fondamentali del boom pluriennale affrontati di mala voglia. In primis le limitate possibilità d'investimento delle economie domestiche private che investono il loro denaro in

Grafico 1: Indicatori anticipatori non uniformi

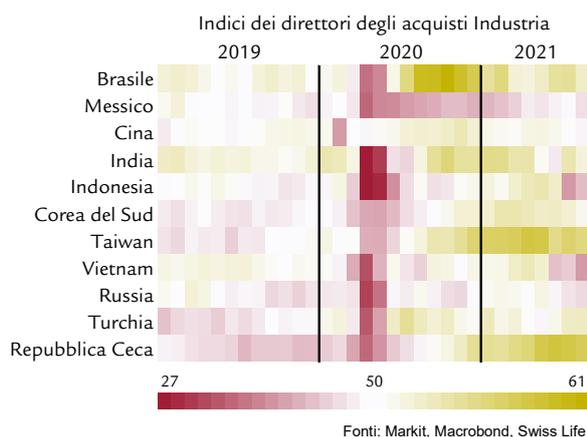
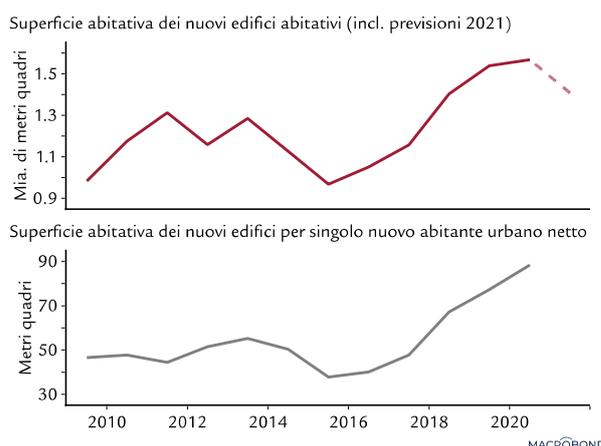


Grafico 2: Boom edilizio degli appartamenti dal 2015 nonostante la crescita demografica in calo

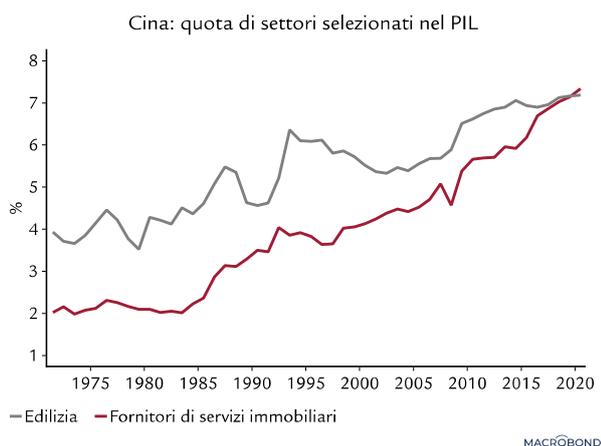


immobili con intenti in parte speculativi. In secondo luogo, la crescente dipendenza dei governi locali dalle vendite di terreni, che rappresentano il 35% delle entrate fiscali. Di conseguenza, l'attività edilizia si orienta all'offerta del terreno e spesso si costruisce in eccesso nel posto sbagliato. Adottando misure come tassi ipotecari più elevati o la cancellazione di aste fondiari, il governo sta combattendo i sintomi, mentre i driver fondamentali continueranno a stimolare l'interesse per gli investimenti immobiliari fintantoché si prospetteranno prezzi in aumento o comunque stabili. Il governo cercherà a tutti i costi di evitare il crollo dei prezzi, nonostante la scarsità di abitazioni a prezzi accessibili nelle grandi città, in modo da evitare una reazione a catena sul consumo privato e sugli sviluppatori immobiliari finora solidi. Di conseguenza, l'attenzione normativa dovrebbe rimanere puntata sulla pratica speculativa e sull'elevato indebitamento di molti sviluppatori immobiliari.

## Cina: meno investimenti immobiliari, ma nessun crollo dei prezzi

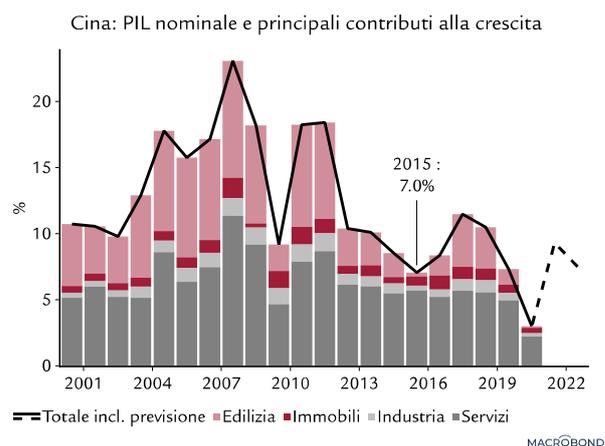
Gli interessi delle autorità pubbliche sembrano quindi indicare il seguente percorso: (1) mantenere la pressione sugli sviluppatori immobiliari altamente indebitati; (2) in caso di difficoltà di pagamento, ristrutturare le imprese piuttosto che liquidarle, in modo che i prezzi degli immobili non siano sotto pressione a causa di vendite di emergenza; (3) ripartizione dei costi tra investitori e banche che concedono prestiti, risparmiando possibilmente gli acquirenti immobiliari a favore della pace sociale; (4) mantenere il segnale del mercato riguardo a maggiori costi finanziari per determinate società immobiliari, ma, se necessario, reagire con un generale allentamento della politica monetaria.

**Grafico 3: Il settore edile e immobiliare rappresenta quasi il 15% dell'economia cinese**



In questo ambito la banca centrale dispone di un ampio margine di manovra, dato che l'inflazione dei prezzi al consumo in Cina attualmente non rappresenta un problema. Essendo le banche commerciali perlopiù nelle mani dello Stato, le autorità hanno carta bianca nella gestione delle crisi. Una crisi finanziaria è quindi molto improbabile e sarebbe la conseguenza di un errore dello Stato. Tuttavia, un ulteriore rallentamento dell'attività nel settore immobiliare è probabile a causa di maggiori costi finanziari per gli sviluppatori e della riluttanza, almeno temporanea, degli acquirenti, ciò che ovviamente avrà un impatto sulla crescita economica. Nel 2020 il settore immobiliare e dell'edilizia ha contribuito al 14,5% del valore aggiunto lordo (2000: 9,6%, grafico 3). La sua portata va oltre, poiché ulteriori settori, dai produttori di acciaio ai negozi di mobili, dipendono direttamente o indirettamente dal settore immobiliare. Stando a un famoso studio di Rogoff e Yang condotto l'anno scorso, dedotta la quota delle importazioni, la percentuale sarebbe addirittura pari al 24% del PIL cinese e quindi molto più alta rispetto agli altri Paesi esaminati. Gli immobili residenziali costituiscono solo una parte del comparto edile e immobiliare, la domanda emersa potrebbe spostarsi in altri settori e lo Stato ammortizzerà un forte crollo. Prevediamo solo un moderato rallentamento della crescita economica. Nel corso dell'ultima crisi immobiliare indotta dallo Stato nel 2015, che ha provocato un crollo dei prezzi pari fino al 6%, il settore edile e immobiliare non ha contribuito più alla crescita (grafico 4). Per contro, il settore dei servizi, che si è allargato, sembrava essere immunizzato e ha fornito un solido importo minimo di circa 5,5 punti percentuali alla crescita del PIL nominale. Ci atteniamo pertanto alle nostre previsioni di crescita dell'8,3% (2021) e del 5,4% (2022), che rimangono inferiori al consenso.

**Grafico 4: Dal 2012 i servizi sono relativamente immuni allo spiccato ciclo immobiliare**



## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch  
🐦 @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife.ch  
🐦 @kunzi\_damian



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife.ch



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife.ch  
🐦 @f\_boucard



**Rita Fler**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fler@swisslife.ch



**Avete delle domande o desiderate registrarvi per ricevere questa pubblicazione?**

Inviare un'e-mail all'indirizzo [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



**Approvata e pubblicata da Swiss Life Asset Management SA, Zurigo**

Swiss Life Asset Managers può aver messo in atto o aver sfruttato le raccomandazioni relative alle ricerche prima che le stesse siano state pubblicate. Per quanto i contenuti del presente documento siano basati su fonti di informazione ritenute attendibili, non può esserne garantita né l'accuratezza né la completezza. Il presente documento contiene affermazioni previsionali basate sulle nostre stime, aspettative e proiezioni presenti. Non siamo tenuti ad aggiornare o riesaminare tali affermazioni. I risultati effettivi possono differire sostanzialmente da quelli anticipati nelle affermazioni previsionali.

**Francia:** la presente pubblicazione è distribuita in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris ai clienti già in portafoglio e ai clienti potenziali. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è distribuita nel Regno Unito da Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita in Svizzera da Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurigo.