

Economia

Cina

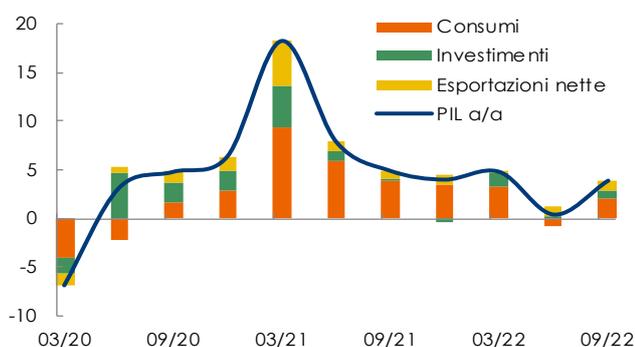
Verso una difficile convivenza con il Covid-19

La recente repentina e inaspettata marcia indietro sulla strategia di tolleranza zero rappresenta un fattore positivo per la crescita del 2023, insieme al sostegno dalle politiche economiche. Tuttavia, l'atteso aumento dei contagi e dei ricoveri lascia una notevole incertezza sul percorso di ripresa, che si annuncia tortuoso e irto di difficoltà.

Dopo il calo del 2,7% t/t nel 2° trimestre, il **PIL è risalito del 3,9% t/t nel 3° trimestre e la crescita tendenziale è accelerata**, passando da 0,4% a/a nel 2° trimestre **a 3,9% a/a** (anche grazie ad un confronto favorevole) portando la **crescita annua cumulata al 3%**. A guidare la ripresa dal lato dell'offerta è stato il rimbalzo del settore industriale (5,2% a/a), spinto dal recupero del settore manifatturiero e dall'accelerazione del settore costruzioni, mentre la crescita dei servizi è stata più contenuta (3,2% a/a) e quella del settore agricolo è rallentata. Dal lato della domanda il maggior contributo alla crescita è venuto dai consumi e dal canale estero. Un' **ondata di contagi di Covid-19, peggiore di quella della primavera** (Fig. 1) per intensità e diffusione, ha investito il Paese in autunno. Le Autorità hanno **di fatto intensificato le misure di contenimento almeno fino a novembre inoltrato, per poi effettuare una repentina quanto inaspettata marcia indietro, avviando il Paese a prepararsi alla convivenza con il virus**. Secondo alcune stime di Nomura, nella seconda metà novembre erano sottoposte a forme di lockdown zone che coprono all'incirca tra il 20 e il 25% del PIL da una media intorno al 7% in ottobre. I dati di ottobre e novembre evidenziano una forte debolezza di consumi e servizi, mentre, nonostante la frenata del mercato immobiliare, investimenti e produzione industriale hanno retto meglio. Ci aspettiamo che il PIL decelererà sensibilmente nel 4° trimestre (a 0,8% t/t da 3,9% t/t nel 3° trimestre; 2,8% a/a) e manteniamo **invariata la previsione di crescita annua del 3% per il 2022, con rischi al ribasso**.

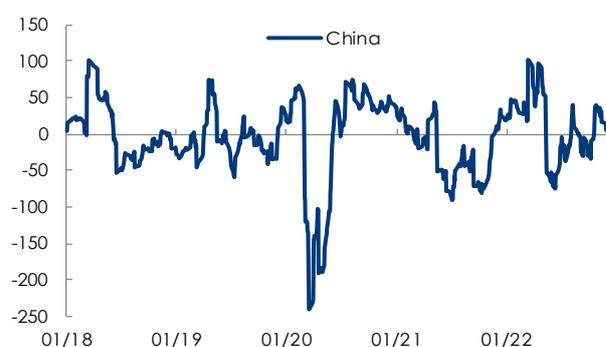
Le Autorità, verosimilmente preoccupate per il protrarsi degli effetti negativi della strategia di tolleranza zero sull'economia e sulla fiducia degli investitori, anche esteri, hanno varato una prima **ottimizzazione delle linee guida sulla gestione del Covid-19 a metà novembre** (riducendo i tempi delle quarantene), inizialmente poco recepita e disattesa livello locale dove, a causa dell'aumento dei contagi, le misure sono state inasprite. Ciò ha causato grande frustrazione tra la popolazione dando luogo a proteste che, per la prima volta da anni, hanno coinvolto insieme studenti e lavoratori in molte grandi città. Questa preoccupante evoluzione ha di fatto spinto le Autorità ad un **ulteriore allentamento delle linee guida a livello nazionale all'inizio di dicembre e ad un progressivo cambiamento di retorica nei discorsi e documenti ufficiali**, non parlando più di "zero-Covid" e sottolineando la minor pericolosità della variante Omicron. Non è ora più obbligatorio avere un test negativo per gli spostamenti interni e l'accesso a molti luoghi pubblici; asintomatici e contagiati con sintomi lievi possono fare i test rapidi e la quarantena a casa. I

Fig. A – PIL a/a e contributi alla crescita



Fonte: CEIC dal NBS

Fig. B – Citigroup China Surprise Index (dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg

21 dicembre 2022

Focus

Direzione Studi e Ricerche

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista - Asia ex-Giappone

An English version of this report is available on the Intesa Sanpaolo intranet site

lockdown devono essere mirati e motivati dall'alto rischio e ritirati dopo 5 giorni consecutivi senza contagi. Le Autorità hanno inoltre emanato un **piano per il rafforzamento delle vaccinazioni tra gli anziani** che, secondo Caixin, prevede di vaccinare il 90% degli over 80 con almeno una dose entro il 31 gennaio 2023 e il 95% con la seconda dose e/o il richiamo nella fascia d'età 60-79 anni.

Anche se **questi sviluppi rappresentano sicuramente dei fattori positivi per la crescita nel 2023**, l'atteso aumento dei contagi e dei ricoveri che ha caratterizzato tutti gli altri paesi nelle fasi di riapertura, lascia una **notevole incertezza sul percorso di ripresa nel 2023**. La fase di passaggio dall'allentamento delle misure di contenimento fino alla completa riapertura si annuncia non lineare e complicata: le Autorità devono infatti aumentare sensibilmente le vaccinazioni tra la popolazione più anziana e vulnerabile, dotarsi di maggiori risorse mediche e sanitarie nonché riuscire a cambiare la percezione pubblica sulla pericolosità del virus. **Sotto il profilo epidemiologico il Paese non è ancora pronto a questo cambiamento perché il virus è circolato troppo poco e la copertura vaccinale non è sufficiente**. Ci sono inoltre **sensibili differenze nella disponibilità di strutture sanitarie, medicinali e personale medico tra zone urbane e rurali**. La Cina ha avuto finora poco meno di 360.000 casi ufficiali di Covid-19 dall'inizio della Pandemia: anche se i veri casi fossero il triplo sarebbero appena lo 0,1% della popolazione, contro il 29,5% degli Stati Uniti o il 39,9% di Singapore. Durante il 2022 la campagna vaccinale è progressivamente rallentata (Fig. 2) presagendo a un calo dell'immunizzazione e, a metà novembre, solo il 40% degli ultraottantenni aveva ricevuto la dose di richiamo. Per confronto, quando Singapore ha avviato la prima fase di apertura nel settembre del 2021 l'81% degli ultraottantenni era vaccinato. Nonostante il Paese abbia la capacità di aumentare rapidamente le somministrazioni giornaliere, come provano i dati di metà dicembre, raggiungere gli obiettivi vaccinali si annuncia comunque difficile per l'esitazione della popolazione a vaccinarsi e la contrarietà finora dimostrata ad accettare l'introduzione di un passaporto sanitario. Diversi recenti studi¹, stimano che una riapertura con un aumento dei contagi in linea con la dinamica attuale o con quelle di Taiwan e Hong Kong nelle ondate seguite alle rispettive riaperture potrebbe portare ad un numero di morti tra i 600 mila e 1,3 milioni, una cifra pesante da far digerire alla popolazione.

Alla luce di queste considerazioni e **tenendo conto dei rischi al ribasso domestici e internazionali rivediamo al ribasso la previsione di crescita del PIL da 5,1% a 4,5% nel 2023**. Riteniamo, infatti, **che la nostra precedente previsione sia raggiungibile solo in uno scenario ottimista** in cui l'evoluzione della situazione pandemica migliori in maniera costante e le politiche fiscali e monetarie riescano a sollevare velocemente la fiducia di imprese e consumatori. Le Autorità hanno emanato diverse misure a supporto delle PMI e del settore immobiliare in autunno e segnalato un maggior focus sulla crescita, precludendo ad un ulteriore sostegno dalla politica fiscale nel prossimo anno. La **PBoC** ha sottolineato che la **politica monetaria sarà più efficace e mirata**, ma attenta ai rischi verso l'alto sull'inflazione, continuando a prefigurare **interventi moderati e condizionati** (ci aspettiamo un ulteriore ampliamento delle finestre di rifinanziamento condizionate, altri 2 tagli da 25pb della riserva obbligatoria nella prima metà del 2022 e un taglio di altri 10pb dei tassi di riferimento). Nonostante la prosecuzione dell'allentamento fiscale e monetario ci aspettiamo però che la ripresa non sia lineare, soprattutto sul fronte dei consumi privati, e che una stabile riaccelerazione degli investimenti privati sarà rinviata alla seconda parte del 2023. La domanda di credito da parte delle imprese resta infatti ancora bassa così come rimane alta la propensione al risparmio delle famiglie. La situazione di molte imprese immobiliari rimane, inoltre, fragile aumentando la probabilità che le piccole banche regionali possano attraversare momenti di crisi. Il cambio CNY/USD ha ritracciato di 30 figure dai picchi di fine ottobre scendendo sotto 7,00, aiutato dalla minor forza del dollaro e dal cambio di marcia sul fronte del Covid. Riteniamo probabile che il cambio effettui qualche altra puntata in area 7.10-7.15 nel breve termine prima di entrare in un sentiero più stabile di apprezzamento nel 2023.

¹ ["Modelling transmission of SARS-CoV-2 Omicron in China"](#), Nature Medicine, 10 May '22, ["China risks between 1.3 and 2.1 million deaths if it ends its zero-COVID strategy"](#), Airfinity, 28 November '22, ["China's failing covid strategy leaves Xi Jinping with no good options"](#), The economist, 1 December '22.

Tab. 1 – Previsioni

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
PIL (prezzi costanti)	6.7	6.0	2.2	8.1	3.0	4.5
Consumi privati	8.1	6.3	-2.4	12.3	1.4	6.8
Consumi pubblici	7.1	6.6	4.6	3.5	6.8	5.3
Investimenti fissi	7.3	5.1	3.1	2.3	2.1	4.5
Esportazioni	4.4	2.3	1.7	18.2	1.2	-5.9
Importazioni	6.5	-0.7	-2.2	6.6	-4.6	3.2
Produzione industriale	5.8	4.9	2.4	8.2	3.8	4.3
Inflazione (CPI)	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	2.2
Tasso di disoccupazione (%)	2.9	3.0	3.4	3.3	3.6	3.5
Salari medi	10.0	9.6	7.8	10.2	5.6	7.7
Tasso Shibor 3m (media) (%)	3.75	2.83	2.39	2.52	2.07	1.77
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	3.64	3.18	2.95	3.04	2.78	2.80
Cambio USD/CNY (media)	6.61	6.91	6.90	6.45	6.73	6.88
Saldo delle partite correnti (mld di USD)	24	103	249	317	391	83
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	0.2	0.7	1.7	1.8	2.2	0.5
Saldo di bilancio (% del PIL)	-4.7	-5.6	-7.6	-5.2	-8.6	-7.9
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	36.4	38.6	45.9	47.0	53.0	58.5

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato; Fonte: Oxford Economic Forecasting e Intesa Sanpaolo

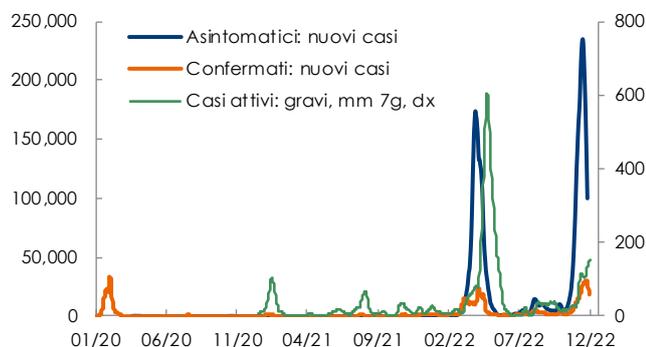
Tab. 2 – Vulnerabilità esterna

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
Debito estero						
Debito estero / PIL (%)	14.2	14.7	15.8	16.5	17.4	19.2
Servizio debito / Export (%)	8.2	9.4	9.1	5.4	7.4	9.0
Debito estero breve/Debito estero totale (%)	62.1	57.0	52.6	55.6	54.6	53.1
Debito estero breve / Riserve (%)	39.4	38.5	38.2	49.0	56.7	59.7
Riserve in valuta estera (in mesi di importazioni)	14.8	15.5	16.9	13.3	11.6	11.1
Riserve in valuta estera (in miliardi di USD)	3091.7	3127.5	3238.3	3313.8	3040.1	3102.4
Fabbisogno finanziario lordo (mld USD)						
Fabbisogno estero lordo (1)(segno positivo=surplus)	-1167.0	-1296.6	-1137.3	-1062.7	-1418.9	-1845.9
Partite correnti	24.1	102.9	248.8	317.3	391.2	82.9
Debito a medio lungo termine in scadenza	-160.5	-180.6	-180.8	-143.8	-186.9	-205.2
Debito a breve termine in scadenza	-1030.6	-1218.9	-1205.3	-1236.2	-1623.2	-1723.6
Copertura del fabbisogno finanziario lordo (mld USD):						
Prestiti a medio lungo termine	247.6	338.2	382.8	321.1	357.5	422.7
di cui						
Prestiti alle banche commerciali	117.4	187.2	157.5	153.0	200.0	233.0
Prestiti garantiti da stati o istituti internazionali (ODA)	16.0	18.8	7.9	14.1	17.5	14.2
Emissioni di titoli internazionali	114.1	132.3	217.4	154.0	140.0	175.5
Prestiti a breve termine	1218.9	1205.3	1236.2	1623.2	1723.6	1851.5
Investimenti diretti (flussi netti)	92.3	50.3	99.4	205.9	67.0	62.1
Investimenti di portafoglio (flussi netti)	12.7	-47.4	-88.5	-63.6	-288.0	-208.9
Altri flussi di capitale netti (2)	-472.4	-194.9	-359.0	-953.6	-726.0	-215.1
Variazione delle riserve (segno negativo=aumento)	67.9	-54.9	-133.6	-70.4	284.8	-66.3

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 ed omissioni. Fonte: EIU, OEF e Intesa Sanpaolo.

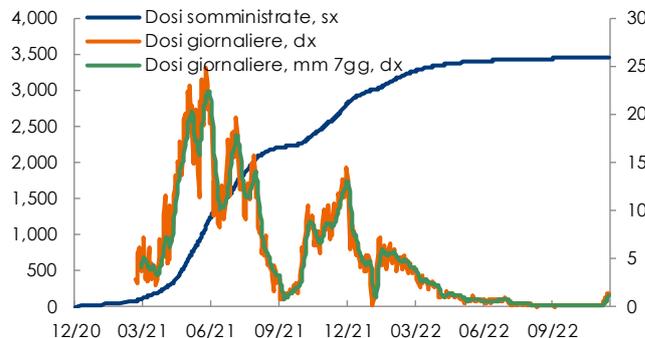
Quadro macroeconomico

Fig. 1 – Covid-19, nuovi casi (somma mobile a 7gg) e casi attivi gravi



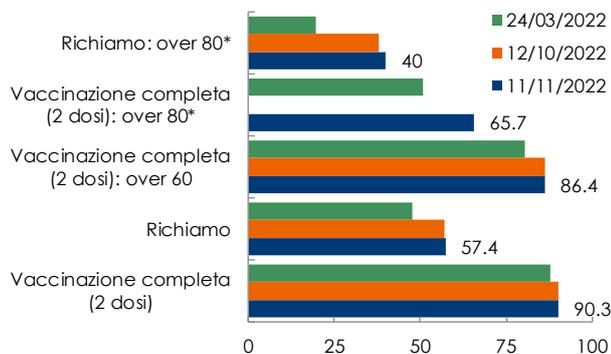
Fonte: CEIC da NHC

Fig. 2 – Covid-19, vaccinazioni (milioni di dosi)



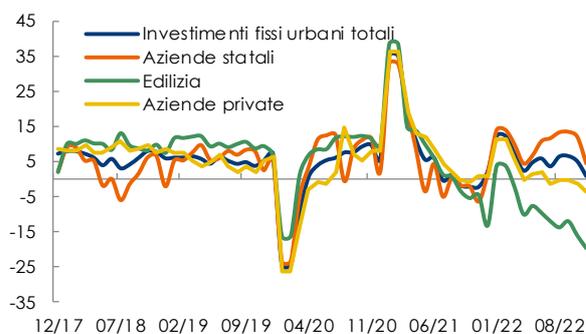
Fonte: CEIC da NHC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Copertura vaccinale per fasce di popolazione (%)



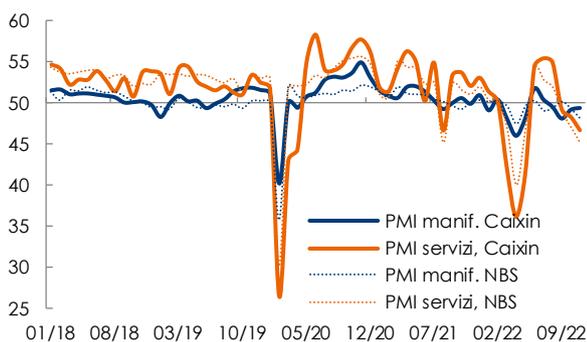
Fonte: CEIC da NHC, Caixin

Fig. 4 – Investimenti fissi nominali a/a*



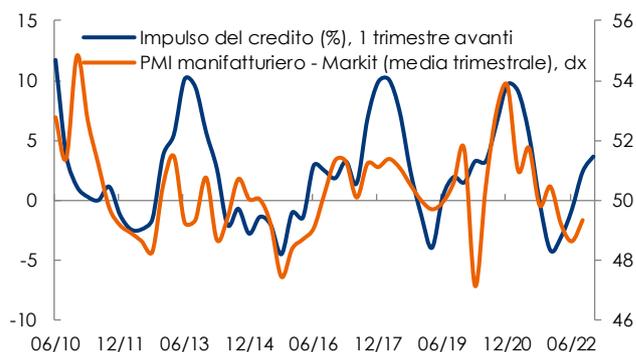
Nota: (*) stima delle variazioni a/a dai dati cumulati. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Indici PMI



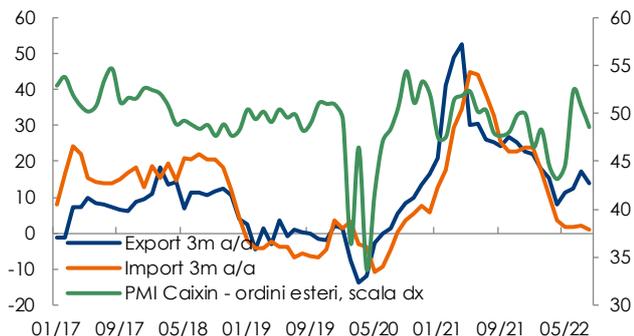
Fonte: Caixin-Markit

Fig. 6 – Impulso del credito*



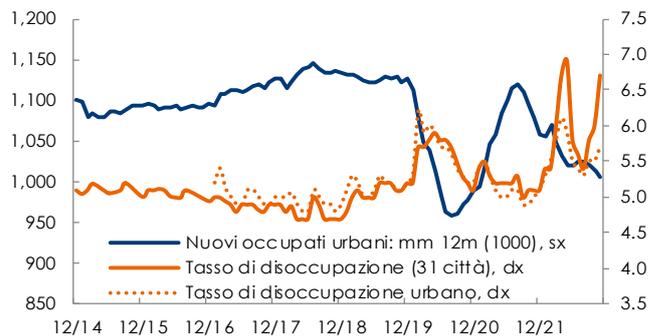
Nota: (*) Variazione del nuovo credito (finanza sociale) rispetto all'anno precedente su PIL. Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – Commercio estero



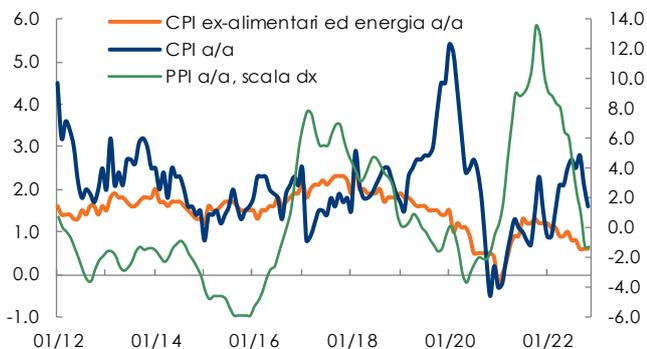
Fonte: Bloomberg, IHS-Markit ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – Mercato del lavoro



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Inflazione



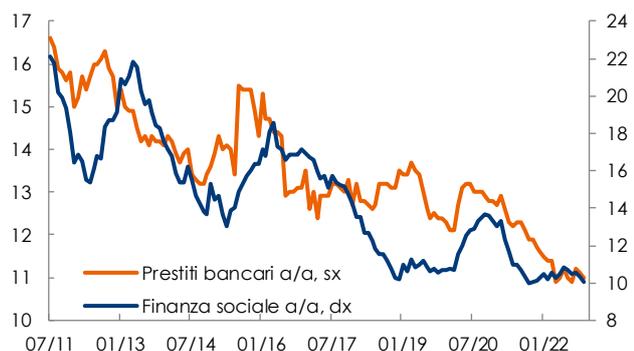
Fonte: CEIC

Fig. 10 – Cambio



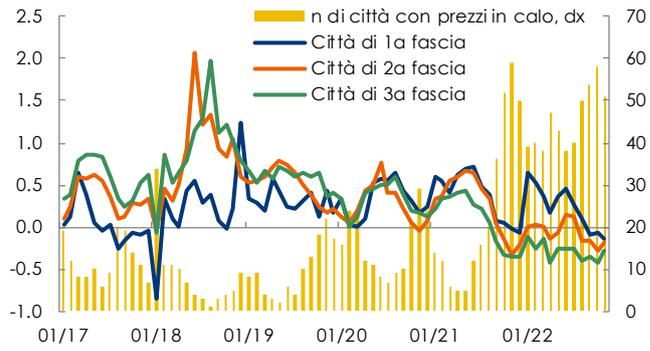
Fonte: Bloomberg

Fig. 11 – Credito aggregato



Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Prezzi degli immobili residenziali*



Nota: (*) media delle var. % m/m su 70 maggiori città. Fonte: CEIC

Mercati finanziari

Fig. 13 – Rendimenti dei titoli governativi (%)



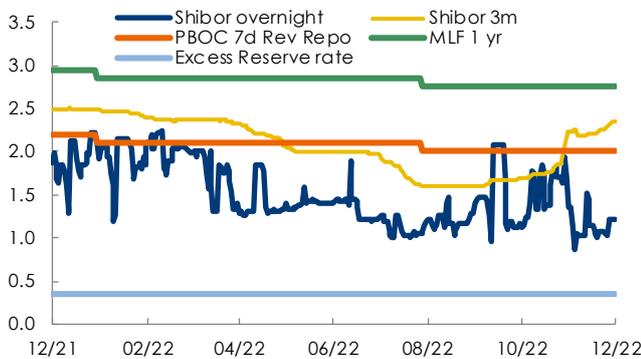
Fonte: Bloomberg

Fig. 14 – Pendenza della curva governativa (pb)



Fonte: Bloomberg

Fig. 15 – Mercato monetario (%)



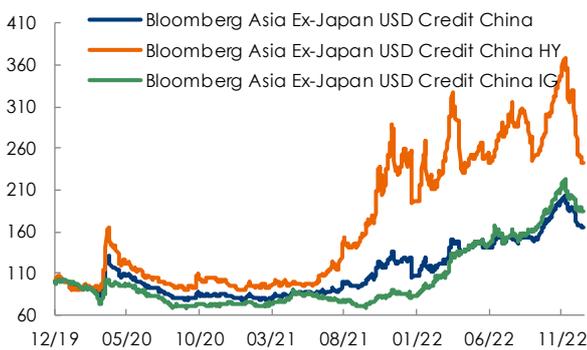
Fonte: Bloomberg

Fig. 16 – Titoli governativi in valuta locale: spread su US Treasury (pb)



Fonte: Bloomberg

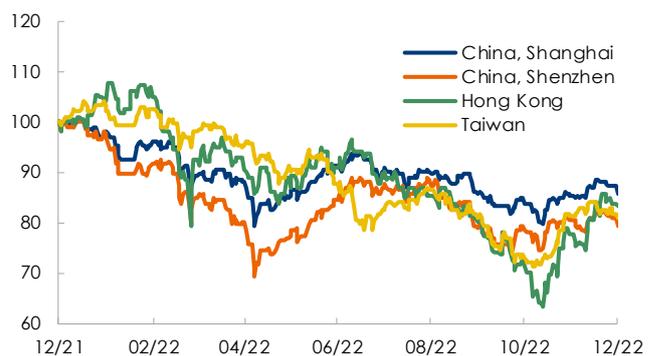
Fig. 17 – Rendimento medio indici obbligazionari in USD: ribasati 31/12/2019=100



Fonte: Bloomberg

Nota: I prezzi sono aggiornati al 19.12.2022

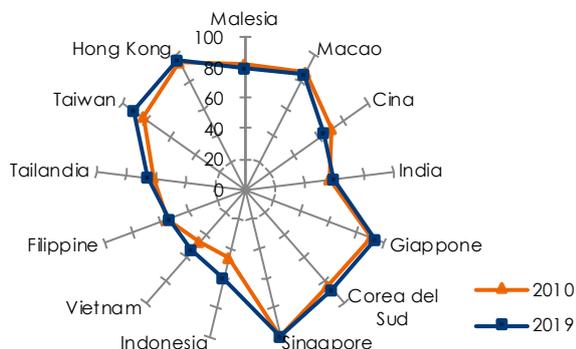
Fig. 18 – Borsa: indici ribasati al 19/12/2021=100



Fonte: Bloomberg

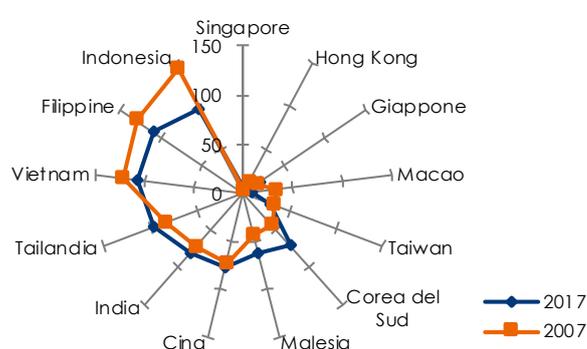
Indicatori sociopolitici

Fig. 19 – Governance Economica



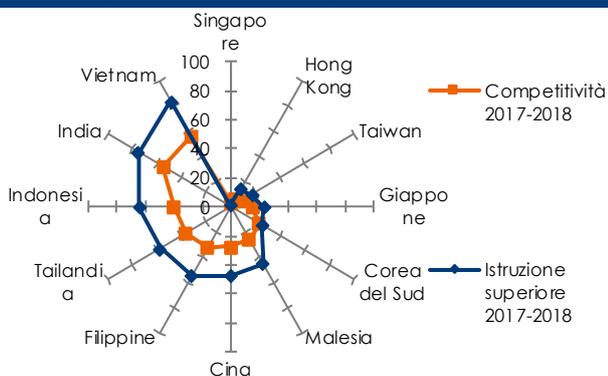
Nota: classifica, 100= più alto, 0= più basso. Fonte: World Bank

Fig. 20 – Indice di percezione della corruzione



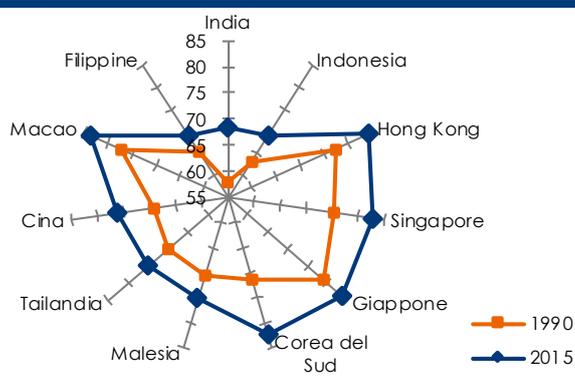
Nota: classifica, 1= più bassa percezione di corruzione. Fonte: Transparency

Fig. 21 – Competitività e istruzione superiore



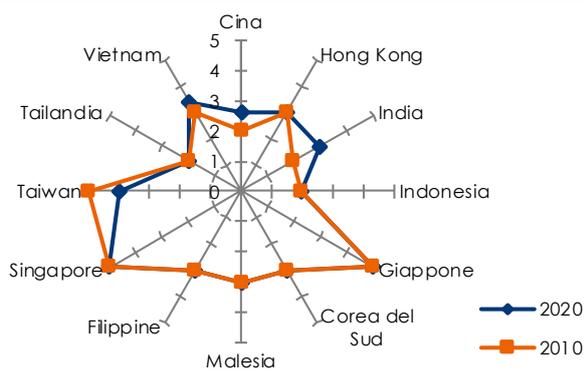
Nota: classifica, 1= più alto. Fonte: World Economic Forum

Fig. 22 – Aspettativa di vita (anni)



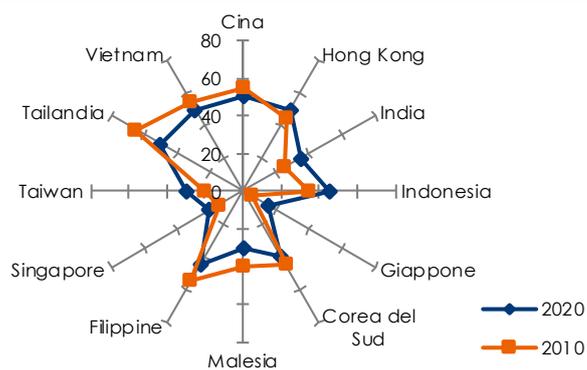
Fonte: World Bank

Fig. 23 – Rischio di disordini sociali



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

Fig. 24 – Rischio di instabilità politica



Nota: 100=più alto. Fonte: EIU

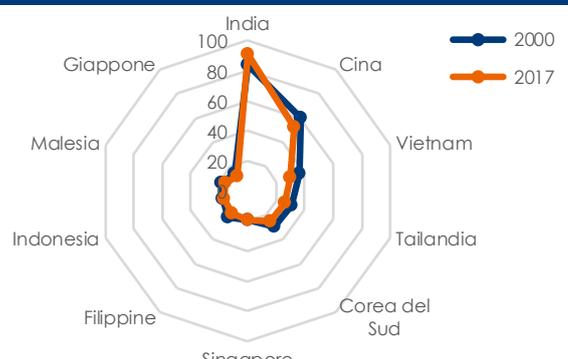
Indicatori ambientali

Fig. 25 – Emissioni di CO₂ (tonnellate metriche pro capite)



Fonte: World Bank

Fig. 26 – Livello di PM_{2.5} (microgrammi per m³)



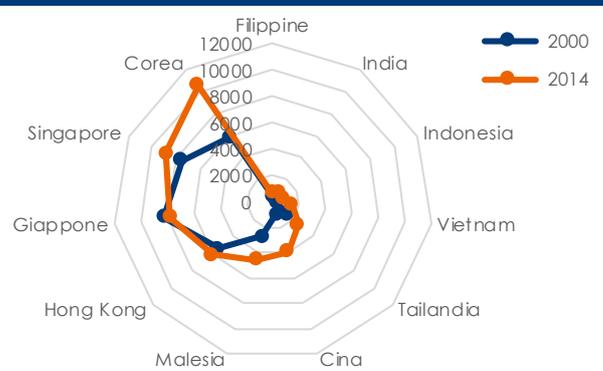
Fonte: World Bank; Hong Kong: non rilevato

Fig. 27 – Consumo di energia (kg equivalenti di petrolio pro capite)



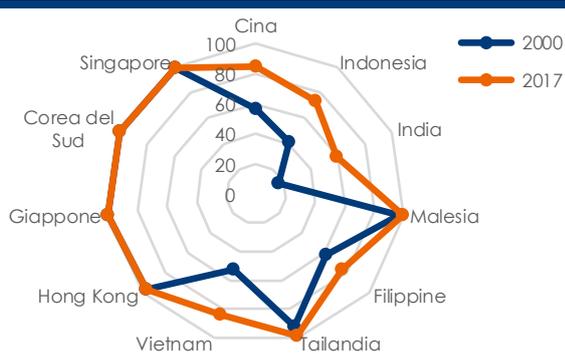
Fonte: World Bank

Fig. 28 – Consumo di energia elettrica (kWh pro capite)



Fonte: World Bank

Fig. 29 – Servizi igienici di base (% di popolazione con accesso a)



Fonte: World Bank

Fig. 30 – Acqua potabile (% di popolazione con accesso a)



Fonte: World Bank

Importanti comunicazioni

Gli economisti 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 alle opinioni espresse.

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.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, prevede, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, che comprendono adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed Operazioni personali di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – International Research Network, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Research Department – Head of Department Gregorio De Felice**Coordination International Research Network****e-mail address**

Giovanni Barone (Head) and Gianluca Salsecci (Head) giovanni.barone1@intesaspaolo.com
gianluca.salsecci@intesaspaolo.com

ISP Research Department (Headquarter Team)**Macroeconomic Research**

Silvia Guizzo (Asia ex-Japan) silvia.guizzo@intesaspaolo.com
Debora Palmieri (Latin America and Sub-Saharan Africa) debora.palmieri@intesaspaolo.com
Francesca Pascali (MENA and EE) francesca.pascali@intesaspaolo.com
Antonio Pesce (CEE and SEE Countries and Quantitative Analysis) antonio.pesce@intesaspaolo.com
Francesco Martinelli (Data Base and Quantitative Analysis) francesco.martinelli4@intesaspaolo.com

Trade & Industry, Banking and Market Research

Wilma Vergi (Trade and Industry) wilma.vergi@intesaspaolo.com
Vincenzo Petrignano (Financial Markets) vincenzo.petrignano@intesaspaolo.com
Davidia Zucchelli (Banking) davidia.zucchelli@intesaspaolo.com

ISP International Subsidiaries Research Departments:**VUB (Slovakia, Czech Republic and Poland)**

Zdenko Štefanides (Head) zstefanides@vub.sk
Michal Lehuta mlehuta1@vub.sk
Jacob Obst jobst@vub.sk

CIB (Hungary)

Mariann Trippon (Head) trippon.mariann@cib.hu
Andras Bukovszki bukovszki.andras@cib.hu

PBZ (Croatia, Bosnia I Hercegovina and Slovenia)

Ivana Jovic (Head) ivana.jovic@pbz.hr
Ana Lokin ana.lokin@pbz.hr
Ivan Odrčić ivan.odrcic@pbz.hr

Banca Intesa (Serbia)

Marija Savic (Head) marija.v.savic@bancaintesa.rs
Tijana Matijasevic tijana.matijasevic@bancaintesa.rs
Milos Drezga milos.drezga@bancaintesa.rs
Jelena Draskovic jelena.draskovic@bancaintesa.rs

Alexbank (Egypt)

Samer Halim (Head) samer.halim@alexbank.com
Mariam Massoud mariam.massoud@alexbank.com
Aly Fayad aly.fayad@alexbank.com
Mayada Hassan mayada.hassan@alexbank.com

ISP International Subsidiaries Research Contacts:**Intesa Sanpaolo Bank (Albania)**

Kledi Gjordeni kledi.gjordeni@intesaspaolobank.al

Intesa Sanpaolo Bank (Romania)

Marius Pacurari (Head) marius.pacurari@intesaspaolo.ro

Pravex Bank (Ukraine)

Artem Krasovskiy artem.krasovskiy@pravex.ua
Eduard Nazarenko eduard.nazarenko@pravex.ua

Eximbank (Moldova)

Natalia Mihalas natalia.mihalas@eximbank.com
Olga Pisla olga.pisla@eximbank.com