



Photo by Eric Prouzet on Unsplash

ALLIANZ RESEARCH

LE BANCHE CINESI MESSE A DURA PROVA DA 8.000 MILIARDI DI REMINBI DI PRESTITI PROBLEMATICI

- 04 Lo stimolo monetario è un terzo di quello del 2009-10
- 06 Sono attesi pacchetti di insolvenze nel sistema bancario cinese
- 08 Cosa significa questo per le aziende?

EXECUTIVE



Françoise HUANG

Senior Economist for Asia-Pacific

+33 (0) 184 11 34 27

francoise.huang@eulerhermes.com

- **In Cina , le condizioni finanziarie e monetarie si stanno chiaramente allentando**, come misurato dal nostro indice *credit impulse*. a maggio 2020 si attestava a 6,0 p.p., in aumento rispetto a 1,9 p. di fine 2019. La posizione della Banca Popolare Cinese appare tuttavia molto più prudente rispetto ad altre grandi economie. Gli stimoli monetari in Cina sono attualmente pari a un terzo di quelli del 2009-10. Secondo le nostre previsioni, più di 3/4 dell'allentamento monetario per quest'anno è già stato attuato. Con la ripresa economica in corso, la BPC si sta probabilmente spostando da una posizione proattiva a una posizione di attesa.
- **L'allentamento del credito in corso nel contesto dello shock Covid-19 peggiorerà la qualità degli attivi delle banche.** Si stima che entro la fine del 2021 i crediti "problematici"¹ potrebbero aumentare del +124% (+7.700 miliardi di RMB) rispetto alla fine del 2019. Riteniamo che gli strumenti di ricapitalizzazione a disposizione delle banche (ad esempio, obbligazioni perpetue, obbligazioni speciali dello Stato centrale, concessione di utili) siano sufficienti a coprire le potenziali perdite subite da questi prestiti problematici. La campagna di *de-risking* finanziario lanciata nel 2017 è riuscita a migliorare la qualità complessiva degli attivi bancari in Cina e a ridurre il rischio sistemico, rendendo improbabile un evento sistemico nel breve termine. Detto questo, sono ancora probabili singoli fallimenti non sistemici tra le banche di piccole città e le banche rurali, come nel 2019.
- **Cosa significa questo per le aziende?** Mentre ci aspettiamo che il PIL torni ai livelli precedenti la crisi all'inizio del 2021, e che la crescita sia pari al +7,6% per l'intero anno, prevediamo che le insolvenze aumentino del +40% nel periodo 2020-21 rispetto al 2019. Il peggioramento della qualità del credito spingerà verso l'alto in modo significativo il numero di aziende *zombie*, soprattutto nei settori automobilistico, tessile e agroalimentare. Questi settori hanno visto un calo della redditività e un aumento dell'indebitamento dal 2015.

¹ Utilizziamo questa espressione per includere sia gli NPL che i "prestiti con menzione speciale", una categoria della classificazione dei prestiti in Cina che include i prestiti che non sono ancora in sofferenza ma che potrebbero diventare problematici in futuro.



+7.700 miliardi di RMB

Aumento atteso dei prestiti problematici entro la fine del 2021

LO STIMOLO MONETARIO È UN TERZO DI QUELLO NEL 2009-10

La pandemia di Covid-19 e i relativi blocchi hanno provocato uno shock senza precedenti per l'economia globale. Le banche centrali di tutto il mondo hanno reagito rapidamente, aumentando i finanziamenti e iniettando liquidità. Mentre la risposta globale è stata sincronizzata (a differenza delle precedenti reazioni alla crisi della storia recente), le intensità sono diverse. In Cina le condizioni finanziarie e monetarie si stanno chiaramente allentando, ma la posizione della banca centrale sembra essere molto più prudente rispetto ad altre grandi economie. Più precisamente, ci aspettiamo che il bilancio della Banca Popolare Cinese (BPC) si espanda del +5% del PIL nel 2020, contro il +14% della Federal Reserve statunitense e della Banca Centrale Europea.

Negli Stati Uniti e nella zona euro, l'espansione annuale dei bilanci delle banche centrali è la più rapida osservata nella storia recente. La situazione è diversa in Cina. Abbiamo costruito un indice proprietario di impulsi di credito per misurare meglio l'efficienza della politica monetaria e confrontarlo con i precedenti cicli di stimoli. Questo indice è definito come la variazione del nuovo

credito emesso come quota del PIL nominale. Per i dati sul credito, utilizziamo i dati aggregati mensili sui finanziamenti pubblicati dalla BPC (in particolare prestiti bancari, finanziamenti bancari ombra, obbligazioni e azioni) e i dati sui titoli di Stato. Il nostro indice *credit impulse* ha un potere predittivo sugli indicatori economici ciclici, mostrando in particolare un vantaggio di 12 mesi sul PMI ufficiale del settore manifatturiero.

La BPC ha utilizzato i numerosi strumenti a sua disposizione per facilitare la politica monetaria (cfr. tabella 1). A maggio 2020, il nostro indice *credit impulse* si è attestato a 6,0 pp, in aumento rispetto a 1,9 pp di fine 2019 (cfr. figura 1). Questo miglioramento è stato trainato da un'accelerazione dei prestiti bancari, delle azioni e delle emissioni di obbligazioni societarie e pubbliche. Dopo due anni di declino, trainato da un inasprimento normativo, il finanziamento bancario ombra è ora di nuovo in crescita, ma a un ritmo lento.

Per il futuro, non ci aspettiamo che l'indice *credit impulse* aumenti ulteriormente. Questo risultato si basa sulle

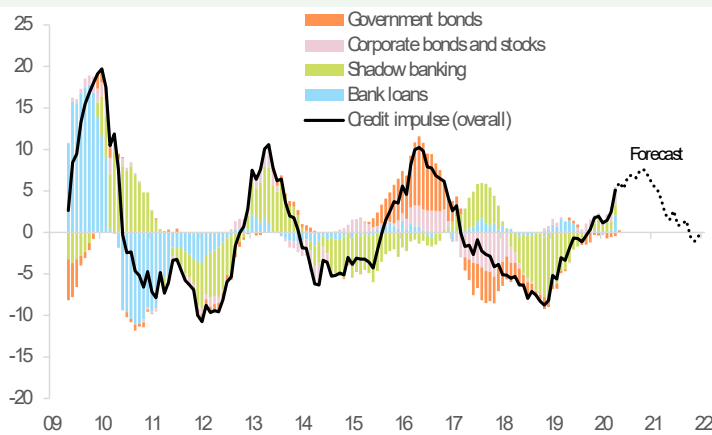
nostre aspettative di PIL nominale per il resto dell'anno e sulle indicazioni fornite dai responsabili politici. A metà giugno, il governatore della BPC Yi Gang ha dichiarato che il totale dei prestiti in essere aumenterà di circa 20 miliardi di RMB, e il credito totale in essere di almeno 30 miliardi di RMB. Come misurato dal nostro indice *credit impulse*, ciò significherebbe che più di 3/4 dell'allentamento monetario per quest'anno è già stato attuato. Ciò significherebbe che il picco di stimolo monetario questa volta si aggirerebbe intorno a un terzo di quello del 2009-10, e due terzi di quelli del 2013 e del 2016.

Tabella 1: Principali misure di politica monetaria nel 2020

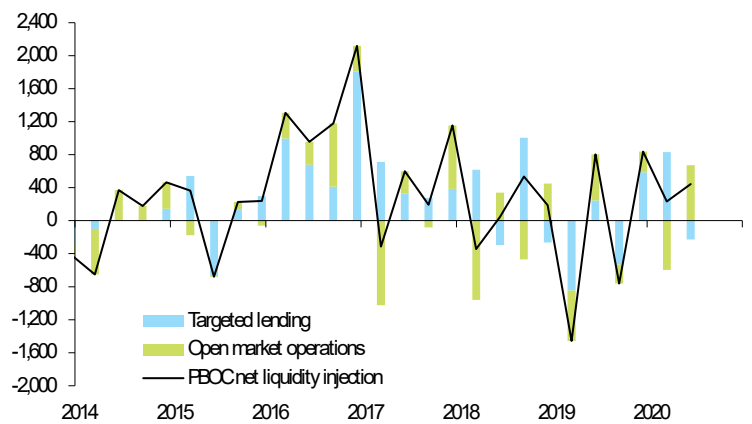
Liquidity: Open market operations and targeted lending facilities were used to inject RMB676bn (0.7% of GDP). Cuts in the required reserve ratios released RMB1.75tn (1.7% of GDP). We expect around RMB4.2tn (c.4.1% of GDP) worth of further liquidity injections in the rest of 2020.

Interest rates: the policy rate (1-year loan prime rate) has been cut by 30bp, as of May 2020. We expect 10bp more in the rest of the year.

Fonti: BPC, Euler Hermes, Allianz Research

Figura 1: Credit impulse e ripartizione (in pp)

Fonti: Wind, Euler Hermes, Allianz Research

Figura 2: Iniezioni di liquidità netta di BPC al sistema bancario

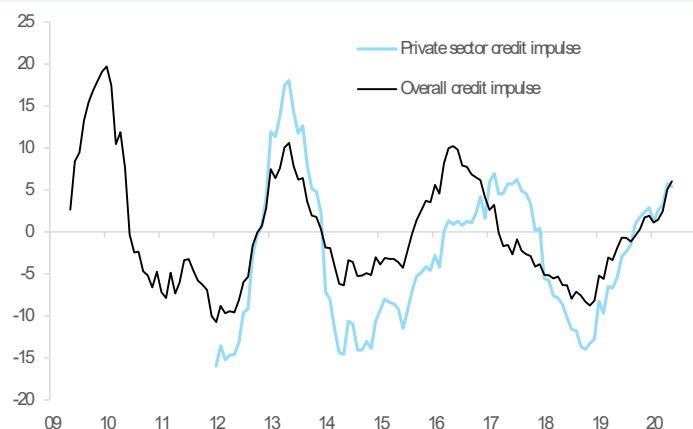
Fonti: BPC, Wind, Euler Hermes, Allianz Research

Questo risultato, insieme ai dati economici che ultimamente sono diventati più incoraggianti (ad esempio, i sondaggi PMI sono stati sorprendentemente positivi a giugno), suggeriscono che la BPC passerà probabilmente da una posizione proattiva a una posizione di attesa. La pausa del *policy rate* (*prime rate* a 1 anno) da maggio, dopo 30 punti base di tagli dall'inizio dell'anno, è in linea con questo approccio prudente. In termini di iniezioni di liquidità, a partire da maggio 2020, si stima che la BPC abbia rilasciato quest'anno un totale di 2,43 miliardi di renminbi (2,5% del PIL nominale del 2019) attraverso linee di credito e operazioni di mercato aperto (676 miliardi di renminbi - cfr. figura 2), e tagli ai coefficienti di riserva obbligatoria (1,75 miliardi di renminbi).

Altri tagli al tasso di politica monetaria dovrebbero essere limitati (per evitare di pesare ulteriormente sui margini delle banche), ma è probabile che le linee di liquidità vengano utilizzate ulteriormente, in particolare per le banche a sostegno dei forti stimoli fiscali e dei progetti di investimento pubblico. In totale, le autorità prevedono di emettere titoli di Stato per un valore di 8,5 milioni di RMB, di cui solo 3,1 milioni di RMB sono stati emessi a partire da maggio 2020. Le banche sono infatti le maggiori proprietarie dei titoli di Stato, in quanto detengono rispettivamente il 72% del totale dei titoli di Stato, e l'87% dei titoli di Stato locali, a partire da maggio 2020.

Oltre alle misure di allentamento monetario ad ampio raggio, i responsabili poli-

tici hanno chiarito che le banche devono concentrarsi in particolare sulle aree e sui settori più bisognosi, ossia le imprese private e le piccole imprese. Abbiamo inoltre creato un indice *credit impulse* incentrato sul settore privato per misurare l'efficienza di un tale allentamento mirato della politica monetaria. Abbiamo riscontrato che l'indice *credit impulse* del settore privato è rimbalzato in modo sincronizzato con l'indice *credit impulse* complessivo (cfr. figura 3). Ciò non è avvenuto nella precedente tornata di stimoli (nel 2016) e probabilmente significa che questa volta il sostegno mirato al settore privato è stato efficace.

Figura 3: Credit impulse, nel complesso rispetto al settore privato (in

Fonti: Wind, Euler Hermes, Allianz Research

SACCHE DI FALLIMENTI NEL SISTEMA BANCARIO CINESE SONO ANCORA PROBABILI

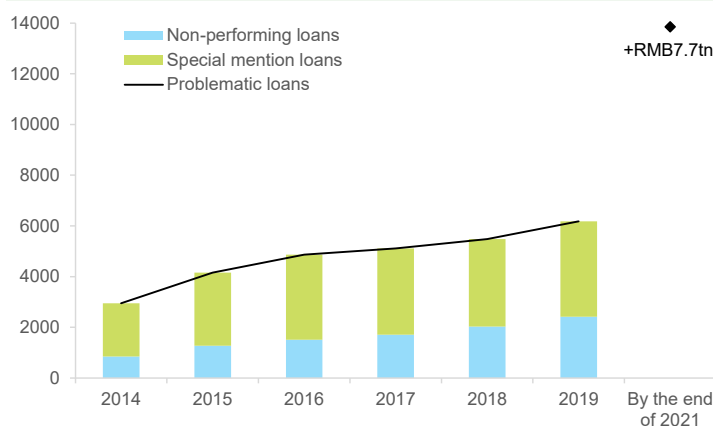
Le banche stanno giocando e giocheranno un ruolo centrale nel sostenere la ripresa economica post-Covid-19. Le autorità cinesi hanno chiesto loro di aumentare i nuovi prestiti e di estendere i prestiti esistenti a costi ridotti. Questo solleva preoccupazioni sulla qualità degli attivi del sistema bancario ed è probabilmente uno dei motivi per cui i responsabili politici non stanno attuando un più aggressivo allentamento del credito ad ampio raggio.

Una ripresa più visibile dell'economia cinese nella seconda metà del 2020 e nel 2021 (come ci aspettiamo) non significa che vedremo la fine dell'impatto della crisi di Covid-19. I fallimenti dei prestiti e dei pagamenti potrebbero verificarsi in seguito, con l'eliminazione delle misure di soccorso d'emergenza. In particolare, a giugno sono state annunciate politiche per fa-

cilitare la dismissione dei crediti in sofferenza e misure temporanee di tolleranza significherebbero anche che i crediti comincerebbero a fallire solo a partire dal prossimo anno. Le autorità hanno infatti recentemente suggerito che i Non-Performing Loans (NPL) aumenteranno nel 2021, e hanno chiesto alle banche di prepararsi con ulteriori accantonamenti. Vorremmo anche prestare attenzione ai "prestiti con menzione speciale", una categoria nella classificazione dei prestiti in Cina che include i prestiti che non sono ancora in sofferenza, ma che potrebbero diventare problematici in futuro.

La relazione storica tra NPL e PIL dal 2010 suggerisce che il nostro profilo di crescita previsto per la Cina nel 2020 potrebbe rendere problematici 7,7 miliardi di RMB di prestiti (cfr. figura 4). Usiamo questa espressione per includere sia gli NPL che i "prestiti di menzione speciale"², una categoria nella classificazione dei prestiti della Cina che include i prestiti che non sono ancora in sofferenza ma che potrebbero diventare problematici in futuro. Ciò implica un aumento del +124% rispetto alla fine del 2019 (6,2 miliardi di renminbi in totale, di cui 2,4 miliardi di renminbi di NPL e 3,8 miliardi di renminbi di crediti con menzione speciale).

Figura 4: Prestiti problematici (Mld di RMB)



Fonti: Wind, Euler Hermes, Allianz Research

La notizia rassicurante è che il sistema bancario cinese è ora meno fragile rispetto a qualche anno fa. Infatti, nel 2017 era iniziata una campagna di de-rischio del sistema finanziario. È riu-

scita a migliorare la qualità complessiva degli attivi bancari e a ridurre l'interdipendenza all'interno del sistema bancario (e quindi il rischio sistemico) - cfr. tabella 1. Si noti in parti-

colare che le banche di medie e piccole dimensioni hanno subito cambiamenti di maggiore portata, con una quota della raccolta interbancaria sul totale della raccolta che è scesa dall'11,7% all'8,2%.

² I dati relativi ai prestiti con menzione speciale sono disponibili solo dal 2014.

Tabella 2: Impatto della campagna di de-risking del settore finanziario iniziata nel 2017

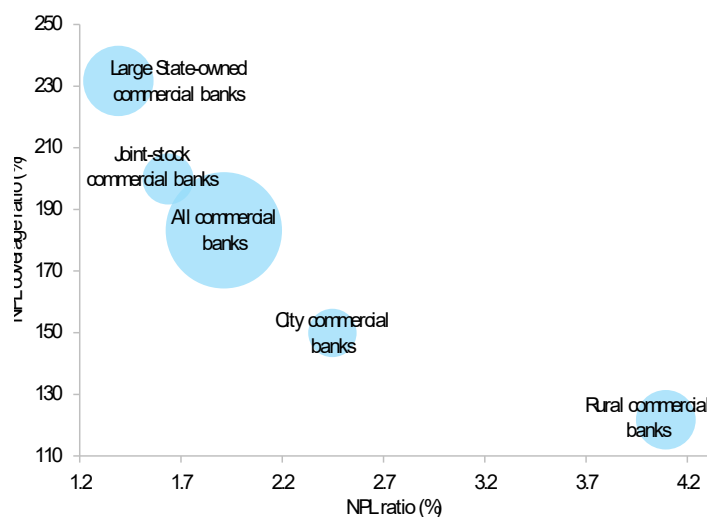
	Claims as % of total assets		Interbank funding (as % of total)
	on non-financial private sector	on financial sector	
End of 2016	50.6	25.2	5.8
End of 2019	56.4	18.8	4.9

Fonti: Wind, Euler Hermes, Allianz Research

Detto questo, una situazione complessivamente più solida non significa che i singoli fallimenti delle piccole banche non possano ancora verificarsi. Nel 2019, prima della crisi di Covid-19, la Baoshang Bank è stata rilevata dallo Stato, la Bank of Jinzhou è stata salvata e la Hengfeng Bank è stata ricapitalizzata. Le piccole banche (banche commerciali cittadine e rura-

li) continuano ad essere la sezione vulnerabile del sistema bancario cinese, con coefficienti di NPL più elevati ma con coefficienti di accantonamento inferiori (cfr. figura 5). Alla fine del 2019, la BPC avvertiva che il 13,4% delle banche in Cina presentava un "alto rischio", molte delle quali erano banche rurali. In particolare, circa il 40% degli istituti finanziari rurali era

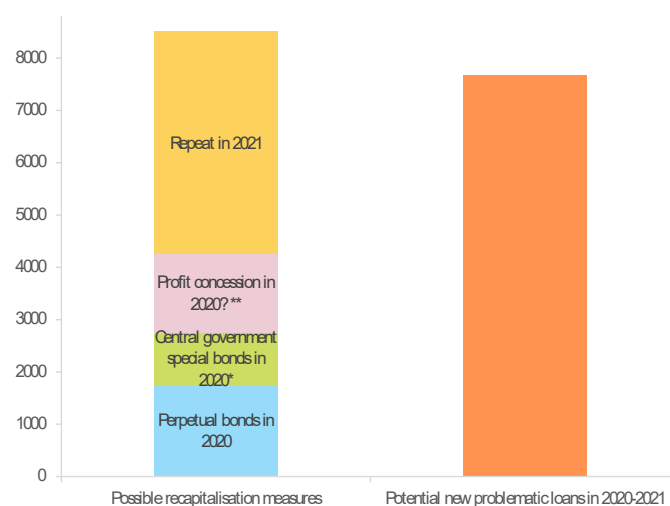
considerato "ad alto rischio". Dato che le banche rurali rappresentano il 13,3% delle attività del settore finanziario in Cina, ciò significa che circa il 5% del totale delle attività del settore finanziario sono ad "alto rischio". In quanto tale, sulla base dei dati della BPC e dato che ci sono abbastanza opzioni per ricapitalizzare il sistema bancario se necessario (vedi Figura 6),

Figura 5: Confronto della qualità delle attività per tipo di

Nota 1: La dimensione della bolla rappresenta l'entità relativa delle sofferenze.

Nota 2: La regolamentazione richiede un indice di copertura della riserva del 120-150%.

Fonti: CBIRC, Euler Hermes, Allianz Research

Figura 6: Opzioni di ricapitalizzazione e potenziali nuovi

* Si tratta di obbligazioni emesse dal governo centrale che le banche possono acquistare e dare in pegno come garanzia in cambio di liquidità dalla BPC. In questo grafico non abbiamo preso in considerazione un moltiplicatore per la leva della liquidità. Il governo ha annunciato una quota di 1 trilione di RMB di obbligazioni speciali dell'amministrazione centrale da emettere nel 2020.

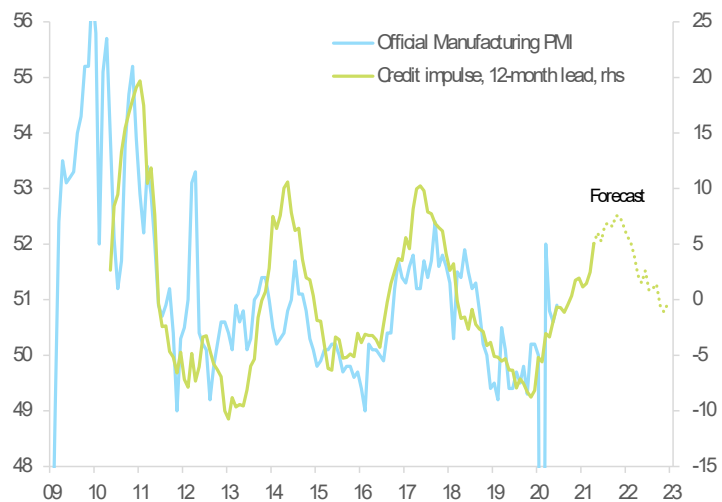
** Il Consiglio di Stato ha chiesto a metà giugno alle banche cinesi di fare concessioni di profitto per sostenere la crescita economica.

Fonti: Euler Hermes, Allianz Research

COSA SIGNIFICA QUESTO PER LE AZIENDE?

Nel breve termine, la relazione storica tra i dati dell'attività e il nostro indice *credit impulse* suggerisce che la ripresa dell'economia cinese nel 2021 sarà sostenuta (cfr. figura 7). Prevediamo che il PIL cinese tornerà ai livelli pre-crisi all'inizio del 2021, mentre la crescita per l'intero anno dovrebbe raggiungere il +7,6%, dopo il +1,5% nel 2020 (e il +6,1% nel 2019). Come già spiegato in precedenza, il rimbalzo dei dati macroeconomici non significa che non si verificheranno default nei prestiti e nei pagamenti. Prevediamo che le insolvenze delle imprese aumenteranno di +40% tra il 2019 e il 2021.

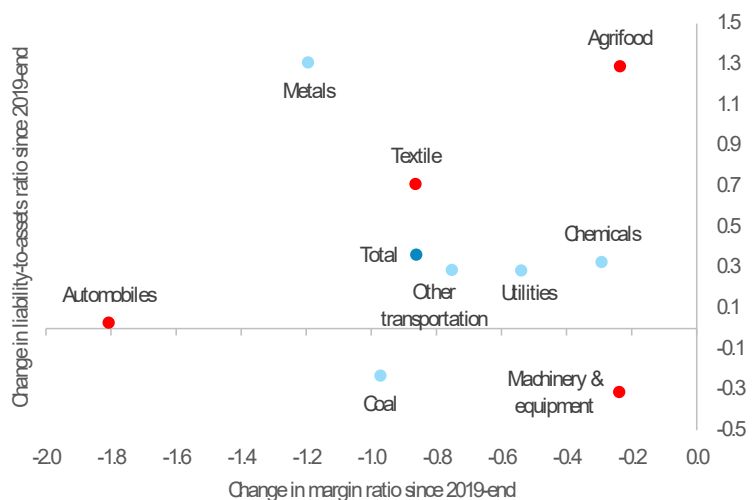
Figura 7: Produzione ufficiale delle PMI e *credit impulse*



Fonti: National Bureau of Statistics of China, Wind, Euler Hermes, Allianz

In una prospettiva a medio termine, l'accelerazione del credito aumenta il rischio di mantenere a galla le aziende zombie. Guardiamo all'indebitamento e alla redditività per scoprire quali settori sono più a rischio di *zombificazione*. I settori automobilistico, tessile, agroalimentare e macchinari e attrezzature presentavano vulnerabilità già prima della crisi Covid-19, con un indebitamento in aumento e margini in calo tra il 2015 e il 2019. La maggior parte di questi settori (a parte quello dei macchinari e delle attrezzature) sono stati ulteriormente colpiti dalla crisi Covid-19 (cfr. Figura 8), aggravando il rischio che le aziende zombie possano emergere in questi settori dell'economia.

Figura 8: Variazione del rapporto di marginalità e del rapporto passività/attività, 2019-fine maggio 2020 (i punti rossi sono settori che hanno già mostrato un aumento dell'indebitamento e una diminuzione



Fonti: National Bureau of Statistics of China, Wind, Euler Hermes, Allianz Research

IL NOSTRO TEAM

Chief Economist of Allianz and Euler Hermes



Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Head of Economic Research, Euler Hermes



Alexis Garatti
alexis.garatti@eulerhermes.com

Head of Capital Markets Research



Eric Barthalon
eric.barthalon@allianz.com

Head of Insurance, Wealth and Trend Research



Arne Holzhausen
arne.holzhausen@allianz.com

Macroeconomic Research



Ana Boata
Head of Macroeconomic
Research
ana.boata@eulerhermes.com



Katharina Utermöhl
Senior Economist for Europe
katharina.utermoehl@allianz.com



Selin Ozyurt
Senior Economist for France
and Africa
selin.ozyurt@eulerhermes.com



Françoise Huang
Senior Economist for APAC
francoise.huang@eulerhermes.com



Manfred Stamer
Senior Economist for Middle East
and Emerging Europe
manfred.stamer@eulerhermes.com



Georges Dib
Economist for Latin America, Spain,
Portugal and Trade
georges.dib@eulerhermes.com



Dan North
Senior Economist for North
America
dan.north@eulerhermes.com

Capital Markets Research



Jordi Basco Carrera
Fixed Income Strategist
jordi.basco_carrera@allianz.com



Michaela Grimm
Senior Expert, Demographics
michaela.grimm@allianz.com



Lina Manthey
Equities Strategist
lina.manthey@allianz.com



Markus Zimmer
Senior Expert, ESG
markus.zimmer@allianz.com



Patrick Krizan
Senior Economist for Italy and
Greece, Fixed Income
patrick.krizan@allianz.com



Patricia Pelayo Romero
Expert, Insurance
patricia.pelayo-romero@allianz.com

Sector Research



Maxime Lemerle
Head of Sector Research
maxime.lemerle@eulerhermes.com



Catharina Hillenbrand-Saponar
Sector Advisor for Energy, Metals, Machinery and
Equipment
catharina.hillenbrand-saponar@eulerhermes.com



Marc Livinec
Sector Advisor for Chemicals,
Pharmaceuticals, Transportation,
Agrifood and Transport Equipment
marc.livinec@eulerhermes.com



Aurélien Duthoit
Sector Advisor for Retail, Technology and Household
Equipment
aurelien.duthoit@eulerhermes.com

Scopri tutte le pubblicazioni : [Allianz Research](#) e [Euler Hermes Economic Research](#)

Director of Publications: Ludovic Subran, Chief Economist
Allianz and Euler Hermes

Allianz Research
https://www.allianz.com/en/economic_research

Königinstraße 28 | 80802 Munich
| Germany
allianz.research@allianz.com



allianz



@allianz

Euler Hermes Economic Research
<http://www.eulerhermes.com/economic-research>

1 Place des Saisons | 92048 Paris-La-
Défense Cedex | France
research@eulerhermes.com



euler-hermes



@eulerhermes

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE