domestico, su più fronti. C'è il versante delle modalità di finanziamento delle imprese. Dato l'elevato livello di dipendenza dal debito, il governo cinese sta cercando da mesi di ridurre la grandezza dello *shadow ranking*. Per fare ciò, sta aumentando i tassi d'interesse sul mercato interbancario, in modo da spingere le società a finanziarsi tramite il mercato azionario. Vale a dire che sta cercando di invogliare, o meglio dirigere, le imprese a lanciare *Initial public offering* (Ipo).
Dall'altra parte, il ribilanciamento sta avvenendo anche sul fronte bancario. Più aumentano i finanziamenti tramite azioni con lo scopo di ricapitalizzarsi, più aumenterà la domanda per le obbligazioni emesse dalle amministrazioni locali.
La disintermediazione, richiesta a gran voce dalle autorità di Pechino, sta però correndo a un ritmo forse troppo veloce. Secondo gli analisti di Nomura, nell'ultimo anno il 60% delle imprese finanziarie ha privilegiato l'accesso ai mercati del credito differenti da quello bancario tradizionale o alternativo, come lo *shadow banking*. Traduzione: il finanziamento, anche per l'industria bancaria, arriva dal mercato *corporat*e, da quello azionario e da quello delle amministrazioni locali. Ed essendo mercati ancora giovani e con una vigilanza meno matura di quelli delle economie avanzate, il rischio di squilibri è più elevato.
A peggiorare la situazione, almeno nel lungo periodo, ci sono alcuni fattori. Il primo l'azione del regolatore, che ha introdotto delle restrizioni ai finanziamenti sul margine pari al 3,4% del Pil, come ricordato da J.P. Morgan. Più le autorità si dimostrano spaventate, più gli investitori faranno lo stesso e alimenteranno ondate di vendite sulle varie classi di *asset* coinvolte nella bolla, dall'azionario alle amministrazioni locali. Il secondo riguarda i fondamentali dell'economia cinese, in netto deterioramento. "Ci attendiamo che la crescita annua del Pil cinese possa scendere sotto quota 7% già nell'anno in corso" ha avvertito Morgan Stanley. A questa soglia, gli investitori considerano l'economia cinese in recessione. "Il rischio è una stagnazione de facto in stile giapponese" spiegano gli analisti della banca statunitense.
E poi il terzo fattore, quello più pericoloso. Le bolle, per natura, sono imprevedibili. Lo si è visto coi tulipani, lo si è visto con le azioni *hi-tech* del mercato Usa, lo si è visto coi mutui *subprime*. Ma quella cinese è diversa. Primo, perché è stata in buona parte incoraggiata dalle autorità di Pechino per portare a termine il ribilanciamento dell'economia. Secondo, perché è multisettoriale. Non riguarda solo il mercato azionario ma anche quello delle amministrazioni locali, così come quello dello *shadow banking* e del debito *corporate*. HSBC l'ha definito come "un insieme di bolle di

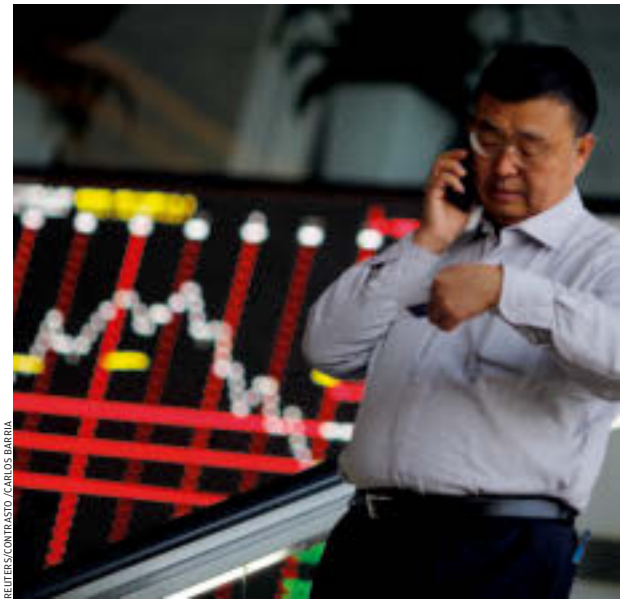
Ombre cinesi

di Manus Flanagan

"Il governo cinese è determinato ad affrontare lo smog e l'inquinamento ambientale nel suo complesso", lo ha assicurato lo scorso marzo il Premier Li Keqiang ammettendo che i progressi fatti in tal senso erano ancora sotto le aspettative.
Già nel 2014 l'Assemblea nazionale del popolo – la più alta istituzione legislativa di Pechino – aveva dichiarato guerra all'inquinamento e indicato tra i suoi maggiori propositi quello di trasformare la Cina in un paese bello, con un ambiente ecologicamente integro.
Un impegno che aveva portato forti investimenti in energie rinnovabili, risparmio energetico e progetti di conservazione dell'acqua, oltre a una legislazione più stringente volta a ridurre le emissioni nocive.
A novembre poi, al termine del summit Apec (Asia-Pacific Economic Cooperation), il Presidente Xi Jinping si era accordato con Barack Obama per rafforzare la cooperazione bilaterale tra Cina e Stati Uniti in materia di cambiamento climatico.
Insieme avevano siglato un documento nel quale, in vista della prossima conferenza Onu sul clima di Parigi, auspicavano un'intesa internazionale che riflettesse "il principio delle responsabilità comuni ma differenziate".
La Cina assicurava che avrebbe raggiunto il picco di emissioni di CO_2 intorno al 2030 – prima quindi rispetto al precedente obiettivo del 2050.
Contestualmente avrebbe ridotto il consumo di combustibili fossili e portato la quota di combustibili non-fossili al 20%. Sono sforzi che nel complesso appaiono ancora limitati, soprattutto se si considerano i costi in termini di vite umane causati nel Paese dalle emissioni tossiche. L'ultima statistica ufficiale risale al 2004, allora l'Organizzazione mondiale della sanità (OMS) stimava in

varia entità, nessuna delle quali da prendere con leggerezza".
Di positivo, almeno nel medio termine, c'è che la People's Bank of China (PBoC), la Banca centrale cinese, ha diverse armi a disposizione per ridurre la volatilità. Dalle iniezioni di liquidità al completamento della riforma della vigilanza macroprudenziale, la PBoC può ancora limitare i danni, presenti e futuri. Il problema è che non è chiaro, e forse lo sarà solo quando scoppieranno le varie bolle, quanto sono profondi gli squilibri della Cina. ■

— Michael Gross *è un giornalista che scrive di finanza ed è autore di programmi.*



REUTERS/CONTRASTO /CARLOS BARRIA

Investitori della Borsa di Shanghai. Dall'inizio dell'anno l'indice di Shanghai ha registrato una crescita superiore all'80%.

quasi 300mila i decessi per lo smog. Più recentemente l'ex ministro della Salute cinese Chen Zhu in uno studio pubblicato sulla rivista *Lancet* nel dicembre 2013 parlava di una forbice tra i 350mila e il mezzo milione di morti l'anno. Numeri impressionanti che però secondo molti sottostimano il problema, considerato anche quanto accaduto proprio nell'autunno-inverno del 2013. A ottobre di quell'anno, in concomitanza con l'accensione degli impianti di riscaldamento a carbone, si alzò una densa nube di smog che stazionò per giorni sulle regioni del nord-ovest.
In metropoli come Harbin dove abitano circa dieci milioni di persone il particolato raggiunse i 1.000 microgrammi per metro cubo, un livello quaranta volte superiore di quello ritenuto massimo dall'OMS.
La scena si replicò neanche tre mesi dopo sulle grandi città della costa pacifica: in alcuni quartieri di Shanghai i livelli di particolato superarono i 700 microgrammi per metro cubo, la visibilità scese drasticamente e le autorità furono costrette a chiudere aeroporti e scuole. Episodi analoghi si erano già visti nel secolo scorso. Negli Stati Uniti il *Martedì nero* di St. Louis del 1939 e soprattutto il *Donora smog* del 1948 contribuirono a innescare il movimento ambientalista. Il *Grande smog* di Londra del 1952 fu causa di 12mila morti e in seguito ad esso il Regno Unito emanò il Clean Air Act del 1956, considerato ancora oggi un passo fondamentale nella legislazione ambientale britannica.
Sono eventi capaci di risvegliare la coscienza delle popolazioni, come testimonia anche il clamore intorno ad *Under the Dome*, un documentario realizzato dalla giornalista Chai Jing che analizza sotto vari aspetti il problema in Cina. Diffuso sul Web lo scorso febbraio, è stato visto da oltre 150 milioni di Cinesi in tre giorni prima di venire censurato.
Ma non c'è solo il costo in termini di consenso a preoccupare le istituzioni di Pechino. Secondo un rapporto della World Bank il livello di degrado ambientale e di esaurimento delle risorse ha un prezzo per la Cina pari al 9% del Reddito nazionale lordo – se il dato venisse confermato, significherebbe una perdita di oltre 800 miliardi di dollari nell'ultimo anno.
Le dichiarazioni del Premier Li Keqiang vanno inserite in questo contesto. Evidenziano come la questione stia facendo breccia all'interno del Partito comunista la cui apprensione è rivolta anche alla fuga di capitale umano. Risulta infatti sempre più comune tra gli alti manager occidentali chiedere più soldi o rifiutare il trasferimento in Cina a causa delle condizioni ambientali. Ancor più lascia sconcertati il Rapporto della rivista *Hurun* che negli ultimi anni ha evidenziato come oltre il 60% dei super ricchi cinesi sia intenzionato a emigrare o lo abbia già fatto. ■

— Manus Flanagan *si occupa di temi macroeconomici e geopolitici. Ha collaborato con* il Sole 24 Ore, Class *e* Il Corriere della Sera.