

LUISS



Dipartimento di Economia e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli
Intermediari Finanziari

Anatomia di una crisi: China Evergrande Group

Relatore

Prof. Boido Claudio

Candidata

Federica Busolini Matr. 234851

Anno accademico 2020/2021

INDICE

Introduzione	4
1. La crisi finanziaria	5
1.1 Definizione e tratti caratteristici.....	5
1.2 Anatomia della crisi finanziaria.....	8
1.2.1 Prima fase- Displacement.....	9
1.2.2 Seconda fase- Euforia.....	10
1.2.3 Terza fase- Financial distress.....	11
1.2.4 Quarta fase- Revulsion.....	12
1.3 Cause della crisi	13
1.3.1 Il modello monetarista.....	16
1.3.2 Instabilità macroeconomico ed eccessi nell'offerta di credito.....	18
1.3.3 Le asimmetrie informative e contratti finanziari.....	21
1.3.4 Attacchi speculativi ai regimi di cambio fisso e panico bancario in economia aperta.....	23
2. China Evergrande Group	26
2.1 Presentazione.....	26
2.2 Introduzione alla crisi e le sue cause.....	29
2.3 Il fallimento.....	40
2.4 Politiche attuate dal Governo cinese.....	46
2.5 Analisi dell'andamento del titolo azionario di Evergrande e ripercussioni sull'indice azionario.....	52
Conclusioni	59
Bibliografia	61
Sitografia	61
Ringraziamenti	70

INTRODUZIONE

Sia nello scorso secolo, che in questi primi venti anni del nuovo, si sono manifestate diverse situazioni di difficoltà sui mercati finanziari, dettate da cause diverse e accomunate dal comportare lo scoppio di una crisi finanziaria. In relazione alla sua entità, seppur in misura diversa, ha comportato l'insorgere di difficoltà sia per le aziende che per le persone fisiche.

La ciclicità di questi drammatici eventi è ormai nota e, attualmente sui mercati finanziari aleggia il pericolo delle possibili difficoltà del colosso immobiliare cinese Evergrande Group.

A partire dall'agosto 2020, l'Evergrande Group ha cominciato a denunciare agli investitori la presenza di un debito sempre crescente, comportando delle logiche preoccupazioni sia dei mercati finanziari che del Governo cinese, che esercita un controllo sulle società.

Nonostante l'impegno della China Evergrande Group per evitare ad ogni costo il fallimento, il sopraggiungere del suo default selettivo ha determinato degli squilibri sia a livello economico, per quanto riguarda i mercati finanziari, sia a livello sociale.

Al fine di comprendere a pieno la situazione contemporanea, questo elaborato è strutturato in due parti.

La prima ha l'obiettivo di descrivere una crisi finanziaria, dalla sua genesi agli effetti che ne scaturiscono.

La seconda parte analizzerà specificatamente il caso Evergrande Group, analizzando il suo *core business*, soffermandosi sullo sviluppo della crisi e sulle sue cause scatenanti, le modalità con le quali in Governo cinese è intervenuto per evitare il suo prorogarsi.

Infine, analizzerò la relazione esistente fra l'andamento delle quotazioni di Evergrande e i riflessi che si sono manifestati sugli indici azionari in conseguenza delle crisi societaria.

CAPITOLO 1

LA CRISI FINANZIARIA

1.1 DEFINIZIONE E TRATTI CARATTERISTICI

Le crisi finanziarie sono degli eventi ciclici, che condizionano le vite delle persone fisiche e giuridiche in tempi e in modi differenti.

Generalmente si manifestano con una molteplicità di eventi che impattano sull'economia come l'effetto domino.

Kindleberger, Aliber (1978), sostengono che *“nella storia economica le crisi finanziarie sono una robusta pianta perenne, che ritroviamo in varie guise in tempi e luoghi diversi. Sovente, tali crisi, segnano la fine brusca di quei periodi di euforia in cui un offuscamento della percezione del rischio dà luogo a una bolla speculativa, alimentata da una forte espansione del credito, e pertanto del grado d'indebitamento, e spesso da ardite innovazioni finanziarie. Al momento dello scoppio, gli investitori, che prima spingevano al rialzo, cercano di fuggire da impieghi finanziari improvvisamente ritenuti troppo rischiosi. Crollano in conseguenza i prezzi d'interesse classi di strumenti finanziari; cade la liquidità, mentre il credito improvvisamente si contrae per mancanza di fiducia; i bilanci delle banche, gonfiatisi nel periodo di euforia, subiscono una forte contrazione. L'illiquidità di alcuni intermediari può trasformarsi in insolvenza, con effetti di contagio sui mercati finanziari. Le crisi finanziarie solitamente segnano una svolta del ciclo economico, deprimendo l'attività sia attraverso una caduta di prezzi delle attività reali sottostanti a quelle finanziarie (spesso gli immobili residenziali), sia attraverso la contrazione del credito.”*

Nel corso di questo elaborato verranno affrontati ed analizzati tutti i punti che vengono descritti da Kindleberger, in modo da comprendere cosa siano le crisi finanziarie e quali siano gli eventi scatenanti.

Le crisi finanziarie sono definite da Mishkin, Eakins, Beccalli (2019) come *“gravi perturbazioni dei mercati finanziari, caratterizzate da forti cali dei prezzi delle attività, reali o no, e dal fallimento di molteplici istituzioni finanziarie”*.

Esistono diverse tipologie di crisi finanziarie, distinte in quattro categorie:

- **Crisi valutarie:** consistono in una svalutazione della valuta a seguito di un attacco speculativo a quest'ultima.

Solitamente, costringe le autorità a difendere la moneta investendo grandi quantità di riserve internazionali, oppure aumentando drasticamente i tassi d'interesse o imponendo controlli sui capitali.

Questa tipologia di crisi ha assunto una rilevanza importante a seguito del crollo del sistema dei cambi di Bretton Woods, in quanto molte economie cercarono di stabilizzare le proprie valute sui mercati internazionali, instaurando regimi di cambio fisso, che però sono stati soggetti ad attacchi speculativi¹.

- **Crisi della bilancia dei pagamenti:** definite come una grande e improvvisa diminuzione di flussi in entrata di capitali esteri, o più in generale, una brusca inversione dei flussi di capitale.
- **Crisi bancarie:** si determinano nel momento in cui dilagano informazioni, fondate o meno, su una difficoltà della banca o il crollo del suo titolo in Borsa, che può dare il via alla “corsa agli sportelli”, con i correntisti che vogliono in massa chiudere i loro conti.

Questo tipo di evento si manifesta come shock della liquidità, derivante dal disallineamento tra la durata dei depositi e degli impieghi e rischia di portare le banche all'insolvenza, in quanto non sono in grado di soddisfare l'ammontare di liquidità che viene richiesto dai loro clienti, costringendola così a richiedere aiuto allo Stato, o limitare la disponibilità di movimento sui conti correnti².

- **Crisi di debito:** di solito questo tipo di crisi si determina quando un soggetto non può, o non vuole, onorare il suo debito, e fa default.

Le tecniche per non onorare il debito consistono nell'inflazione, nel non pagare gli interessi, nell'allungare la scadenza del contratto e in altre forme di sostegno.

Generalmente può sfociare in una crisi di debito sovrano o privato.

Le crisi finanziarie sono caratterizzate da una repentina diminuzione del funzionamento dei mercati finanziari, contestuale ad una riduzione dei flussi di finanziamento scambiati, determinando così un abbattimento dell'intermediazione finanziaria.

¹ Nel 1971 alcuni paesi di rilevanza economica, come Belgio, Francia ed Italia, firmarono l'accordo “Smithsonian Agreement”, con il quale si poneva fine agli accordi di Bretton Woods e si dava inizio alla fluttuazione dei cambi.

² Le crisi bancarie si possono presentare in due diverse modalità: le *corse agli sportelli* e la *bolla speculativa*. Il primo caso si verifica quando una molteplicità di depositanti chiedono l'immediato rimborso dei risparmi depositati, quindi la banca è costretta a smobilizzare il proprio attivo patrimoniale in tempi molto brevi, andando incontro a perdite certe. Questa problematica si accentua nel momento in cui le banche operano con una leva finanziaria molto alta. Il fenomeno può avere significative ripercussioni per l'economia nel caso in cui dilaghi a più istituti di credito, in quanto in questa circostanza non si potrebbe far ricorso, come nel caso in cui venisse colpito un solo istituto, alla rete di sicurezza.

La seconda tipologia è la *bolla speculativa*, dove un eccesso di credito distorce il valore di mercato degli asset, innescando la bolla, il cui esito è una crisi finanziaria che coinvolge anche il sistema bancario.

Nella maggior parte dei casi, si presenta un'ingente caduta del valore della attività e un'interruzione del flusso di risorse dai risparmiatori alle imprese, spesso determinando anche il fallimento di istituzioni creditizie.

Le crisi possono assumere delle caratteristiche molto differenti tra di loro, ma tendenzialmente ci sono degli aspetti comuni che rimangono costanti.

I tratti più frequenti in tutte le crisi sono l'aumento vertiginoso dei prezzi degli attivi, in modo particolare degli immobili, e la crescita dei volumi di credito.

Elementi secondari, presenti nella maggior parte degli eventi economicamente traumatici, sono il deterioramento delle condizioni di finanziamento, che vanno ad intaccare principalmente il canale bancario, interventi attuati dal Governo o dagli enti sovranazionali e la riduzione delle entrate per le famiglie, imprese, operatori finanziari e Stati sovrani.

Nel corso degli anni diversi studiosi, come Kindleberger e Krugman, hanno sottolineato la correlazione tra crisi finanziarie e periodi di espansione del credito, e mostrano come periodi in cui il credito o i prezzi degli immobili sono aumentati, siano poi stati seguiti da crisi o da crescita economica inferiore alle aspettative.

La maggior parte delle crisi presentatesi nel XX secolo sono state tutte precedute da eventi di espansione economica.

Gli anni precedenti alla Grande Depressione furono caratterizzati da un boom economico e finanziario, sia europeo, sia americano; ci fu un grande sviluppo nel settore automobilistico ed edile, l'aumento della speculazione nel settore finanziario e un'espansione della produttività, grazie anche all'organizzazione fordista e taylorista³. Tutto ciò condusse, tra il 1924 e il 1929, ad un boom borsistico.

La crisi del 1974 si presentò a seguito di un'espansione della borsa degli anni '50 e '60. Questa crisi fu determinata anche dall'inflazione causata dalla progressiva riduzione delle esportazioni di petrolio verso l'occidente, a causa della crisi politica tra USA, Israele e il mondo arabo. In

³ Taylorismo e fordismo sono due complessi fenomeni economici, sociali e organizzativi che si svilupparono a partire dal Novecento.

I fenomeni si formarono a partire da due illustri personaggi, Frederick Taylor (1856-1915) e Henry Ford (1863-1947).

Taylor è stato il primo a ideare un'organizzazione scientifica del lavoro, secondo la quale era molto importante per un'industria attuare un sistema di produzione che fosse in grado di massimizzare l'operato con un minimo impiego di fatica e tempo. Per ottenere ciò fu creata la catena di montaggio, un sistema produttivo diviso in tante piccole unità semplici e ripetibili, che non consentivano alcuno spreco di energia, né di tempo.

Henry Ford, a sua volta, comprendendo le straordinarie potenzialità del metodo tayloristico, lo applicò alla sua omonima industria di automobili, e in aggiunta, per motivare i propri operai, offrì loro dei salari alti, in modo da consentire alle classi sociali operaie un benessere sconosciuto.

seguito, aumentarono anche i salari e i prezzi, conducendo l'inflazione alla doppia cifra e all'aumento dei tassi d'interesse.

Anche le crisi minori sono state caratterizzate dalla suddetta sequenza di eventi.

La crisi di Borsa del 1987 fu preceduta da una grande crescita borsistica, a seguito dell'introduzione dei primi trading system automatizzati, che condussero ad una perdita record del 22% sul mercato americano; fortunatamente tutto ciò fu attenuato dal buon andamento generale dell'economia.

La crisi asiatica scoppiò a seguito dell'aumento dei tassi d'interesse, per contrastare la fuga di capitali verso il dollaro, che si presentò negli anni '90.

La bolla giapponese, anch'essa, fu causata dall'aumento dei tassi, per contrastare l'espansione del credito che dilagava in Giappone, già alla fine della Seconda Guerra Mondiale.

Le crisi finanziarie impattano pesantemente sull'economia, generando conseguenze sull'attività economica e periodi di recesso, che durano in media sei trimestri.

Gli effetti che si possono verificare sono differenti, ma le conseguenze più frequenti sono il calo della produzione e la diminuzione dei consumi, degli investimenti, della produzione industriale, dell'occupazione, delle importazioni e delle esportazioni.

1.2 ANATOMIA DELLA CRISI FINANZIARIA

Per cogliere i momenti fondamentali che caratterizzano la morfologia di una crisi finanziaria, potrebbe essere utile analizzare i trend e le caratteristiche del mercato, con l'ausilio dell'analisi tecnica che si basa sul timing.

Questo tema fu affrontato da Charles H. Dow, il quale identificò sei principi sui trend del mercato, che riescono ad offrire una misura affidabile delle condizioni economiche a livello mondiale.

Tali principi risultano essere fondamentali nel mondo delle imprese, in quanto sono in grado di misurare lo stato di salute in cui queste operano e permettono di identificare la direzione del mercato e di singoli titoli azionari.

I principi alla base della sua teoria sono:

- Il mercato è formato da tre tendenze: il *trend* primario, che corrisponde nel lungo periodo a 1-3 anni, il *trend* secondario, corrispondente a 3 settimane-3 mesi, e il *trend* minore, che equivale, nel breve periodo, fino a 3 settimane.

- La tendenza primaria è suddivisa in tre fasi: accumulo, partecipazione del pubblico e distribuzione. La fase di accumulazione e quella di distribuzione sono delle fasi laterali, mentre la fase di partecipazione pubblica è il vero e proprio trend che nasce dalla rottura della prima fase laterale.
- Gli indici del mercato scontano tutte le notizie, in quanto le informazioni riguardanti domanda e offerta vengono riflessi dagli indici di Borsa.
- Le medie del mercato azionario devono confermarsi a vicenda. Nella teoria originale questo principio faceva riferimento all'indice "Dow Jones Industrial" e dei trasporti "Dow Jones transportation", mentre ora si riferisce al fatto che il trend di un settore deve essere confermato anche dall'andamento dei settori ad esso collegati.
- Le tendenze devono essere confermate dal volume, che si deve espandere proporzionalmente al *trend* primario e si deve contrarre in direzione opposta; quindi, se il *trend* è rialzista, i volumi saranno in espansione durante i movimenti rialzisti e in contrazione durante i movimenti ribassisti. Se il *trend* è ribassista, i volumi in espansione si verificheranno durante i movimenti ribassisti
- Un trend è in atto fino a che non esiste un segnale definitivo di inversione di tendenza: brevi periodi di movimenti in controtendenza non costituiscono inversione di rotta, a meno che non si verifichi un persistere di quest'ultimi.⁴

La teoria spiega che, durante la fase di accumulazione, solamente gli investitori lungimiranti ed informati effettuano acquisti, in quanto non si sono ancora diffuse notizie positive sul ciclo economico. Nella fase di partecipazione del pubblico, sul mercato ormai si sono diffuse le informazioni positive ed i prezzi cominciano a salire vertiginosamente.

Nella fase finale i prezzi scontano ormai ogni notizia positiva, in quanto di dominio pubblico, e coloro che hanno acquistato nella prima fase cominciano a vendere e nel mercato continuano ad acquistare solo i piccoli risparmiatori, che sono attirati dalla precedente crescita, fino alla definitiva inversione della tendenza.

Nella fase finale la tendenza ribassista inizierà con una distribuzione e si concluderà con una fase di accumulazione.

⁴ I principi di Dow vogliono specificare e descrivere le tendenze del mercato. Per comprenderle a pieno è innanzitutto necessario capire che i trend devono essere considerati solamente come linee guida, dato che non è possibile indicare nello specifico la durata di un trend. Altro concetto importante è che i trend rimangono in atto fino a che non esiste un segnale chiaro e definitivo di inversione della tendenza in atto.

Dall'utilizzo dell'analisi tecnica si possono avere delle informazioni volte a comprendere ciò che può precedere una crisi finanziaria, per analizzare più nel dettaglio la crisi. È possibile operare una distinzione in quattro fasi, che rappresentano tutto l'evolversi della crisi stessa. Possono essere classificate come *Displacement*, *Euforia*, *Financial Distress* e *Revulsion*.

1.2.1 Prima fase- *Displacement*

La prima fase della crisi finanziaria è avviata da uno stimolo esogeno al sistema macroeconomico.

L'elemento cruciale di questa fase di "cambiamento", o "spostamento", del sistema economico, è il mancato soddisfacimento delle aspettative di profitto che si erano andate a formare nei diversi settori.

I fattori scatenanti, che possono dare inizio alla crisi finanziaria, possono essere di diversa natura e proporzione, ma tutti in generale conducono allo sviluppo di nuove opportunità di profitto ed espansione, tali da scatenare una bolla speculativa.

Più avanti verranno analizzate nello specifico tutte le cause della crisi finanziaria, ma intanto possiamo sostenere che gli avvenimenti che negli anni hanno dato il via ad espansioni di credito sono innanzitutto la guerra, evento catastrofico che può generare una crisi in diversi momenti: al suo inizio, alla fine⁵, o a distanza di anni; le rivoluzioni politiche o crisi, le innovazioni tecnologiche⁶, l'aumento o la riduzione eccessiva dei raccolti⁷ e della produttività, l'espansione del credito non controllata⁸ attraverso l'erogazione di prestiti con scarse garanzie, la coniazione di nuova moneta in sostituzione della precedente⁹ o le mutazioni nel rapporto oro e argento e l'incremento generale dell'incertezza causato dai fallimenti di importanti istituzioni finanziarie.

⁵ Esempi lampanti di questa situazione sono la crisi d'Amsterdam nel 1763, alla fine della guerra dei sette anni; la crisi inglese nel 1816, dopo le guerre napoleoniche e la crisi francese del 1864, conseguentemente alla fine della guerra civile.

⁶ A tal proposito si vede la crisi di Borsa del 1987 a seguito dell'introduzione dei nuovi trading system.

⁷ La crisi del 1847-48 in Inghilterra e nel Continente, dovuta al cattivo raccolto del grano e alla malattia delle patate del 1846.

⁸ In questo caso l'esempio più calzante è l'espansione del credito che ha preceduto il caso della crisi dei debiti subprime. Negli anni che hanno preceduto il 2008, le banche statunitensi avevano cominciato a concedere prestiti anche a soggetti con scarsi meriti di credito, aumentando così il rischio di default.

⁹ A seguito della Guerra dei Sette Anni, Federico II di Prussia ritirò la moneta in circolazione che si era ormai svalutata durante lo scontro, ma ancora prima di riuscire a coniare la nuova si presentò una grave crisi deflazionistica.

Le caratteristiche principali di questa fase sono lo sviluppo di alcuni settori di attività e l'incremento delle quantità di denaro, che sia i privati che le imprese decidono di investire nelle fonti maggiormente redditizie.

Gli ingenti investimenti e l'aumento vertiginoso della produzione porteranno ad un'espansione frenetica dell'economia, conducendola verso un *boom* economico.

L'espansione generale del credito genera una forte corrente speculativa, che è destinata però a collidere con la scarsa capacità produttiva, con l'offerta delle attività finanziarie realmente esistenti e con un generale aumento dei prezzi e degli investimenti.

1.2.2 Seconda fase- *Euforia*

Questa fase è caratterizzata da una forte speculazione sui prezzi e dalla sopravvalutazione delle prospettive di profitto, generate dall'euforia dilagante nel sistema economico o dall'aumento dei soggetti, che pur di rimanere nel mercato, sono disposti ad indebitarsi.

Questo stadio è contraddistinto da un forte entusiasmo che sfocia in un livello di scambi molto elevato, conosciuto nel mondo dell'economia come *over trading*.

Si genera una progressiva diffusione di informazioni e ottimismo tra gli investitori, che causa un incremento nelle quotazioni dei titoli. L'ottimismo viene principalmente alimentato dalla liberalizzazione finanziaria, ovvero l'eliminazione delle restrizioni sugli intermediari e sui mercati finanziari.

La fiducia, che si sviluppa in questo periodo, dilaga fino ad arrivare a settori della popolazione¹⁰ poco avvezzi alla speculazione, che però, spinti dalle opportunità di guadagno facili e dalle prospettive di profitto cospicuo, si immettono nel mercato investendo nuovi capitali.

Lo scenario che si va a delineare è quello di un continuo e progressivo aumento dei tassi di interesse, dei prezzi e della circolazione di moneta.

Nel lungo periodo questo processo promuove lo sviluppo economico, ma nel breve, può condurre ad una repentina espansione del credito, nota come *credit boom*.

Altro elemento importante sono le *safety net governative*, che indeboliscono ulteriormente la disciplina del mercato, incentivando gli episodi di azzardo morale. Inoltre, i creditori, forti del

¹⁰ Generalmente gli operatori vengono distinti in due differenti categorie: gli insider, esperti che sistematicamente effettuano operazioni su mercati finanziari, e gli outsider, imprese e famiglie che non operano nel sistema.

fatto che le assicurazioni sui depositi li tuteleranno, presteranno fondi anche alle banche indisciplinate. Alla fine, le banche e gli altri intermediari concederanno prestiti rischiosi a tassi di interesse elevati, consci di ottenere grandi guadagni nel caso in cui i debiti venissero restituiti, o si affideranno alle assicurazioni sui depositi, a spese dei contribuenti, se i debitori fallissero; la conseguenza di questo atteggiamento è un inevitabile aumento del *risk taking*.

Lo stato di euforia rimane sostenibile fino a quando gli insider non decideranno di monetizzare i loro profitti uscendo dal mercato. A questo punto, gli unici ad immettersi sul mercato saranno gli outsider, determinando così una stagnazione dei prezzi, che, molto probabilmente, sfocerà nella fase successiva del ciclo della crisi finanziaria.

1.2.3 Terza fase- *Financial distress*

La terza fase è la *Financial distress*.

Nella fase del disagio finanziario, la maggior parte degli operatori si rende conto che il mercato è ormai giunto all'apice della sua espansione, cerca di uscire da quest'ultimo, prima di rimanere incastrato nello scoppio della bolla.

Gli operatori cominciano ad alleggerire le loro posizioni lunghe, generando una condizione per la quale i volumi di scambi sono comunque elevati, ma si indebolisce la fase espansiva.

Generalmente questa fase è caratterizzata da una serie di eventi scatenanti che sottolineano la rischiosità del momento, aumentando il sentimento di pericolo. Questi episodi sono il fallimento delle banche o delle imprese, il deprezzamento dei beni primari soggetti alla speculazione o la scoperta di frodi e furti.

Per stabilizzare la situazione di disagio è fondamentale definire le cause che l'hanno determinata a priori, come la richiesta consistente, non prevista, di liquidità da parte dei creditori alle banche, il deficit nella bilancia dei pagamenti, l'aumento dei tassi d'interesse, l'emergere dei fallimenti e l'arresto della scalata dei prezzi dei beni soggetti a speculazione, nella seconda fase del ciclo.

Tendenzialmente, nella ricerca della causa di una crisi, come prima operazione, è essenziale distinguere le cause tra la causa remota, ovvero la circostanza che ha generato la crisi alla radice, e la causa *proxima*, cioè qualsiasi incidente sufficiente a far ridurre la fiducia degli operatori nel sistema.

Nella storia si riconducono la speculazione e l'espansione del credito alla causa remota, mentre i fallimenti, le fughe e le frodi sono attribuiti alle cause *proxime*.

1.2.4 Quarta fase- *Revulsion*

Questa fase è caratterizzata da una forte riduzione dei prezzi, numerosi fallimenti, le banche cominciano a ridurre i prestiti e dilaga il panico legato alla paura di non poter recuperare le somme investite.

Durante questo periodo si verifica una brusca flessione negativa dei prezzi, in quanto la maggior parte degli operatori tenta di vendere le proprie azioni, causando un eccesso di offerta rispetto alla domanda; di conseguenza, questa caduta dei prezzi determina una riduzione delle garanzie per le banche che, sequenzialmente, ridurranno i prestiti che saranno disposti a concedere.

Questa reazione a catena porterà la maggior parte degli investitori a vendere le proprie attività, inasprando ulteriormente la riduzione dei prezzi e delle garanzie.

Questa fase risulta essere quella più delicata, poiché le banche cominciano a subire delle perdite sui prestiti non *subprime*, riducendo così il proprio capitale netto; disponendo di meno capitale queste istituzioni saranno costrette a rientrare dai loro prestiti ai debitori. Inoltre, disponendo di meno capitale, le banche e le altre istituzioni finanziarie diventano più rischiose, inducendo i creditori a non concedere più i propri fondi. In questo modo la liberalizzazione iniziale si trasforma in un *credit crunch*.

Il panico dilagante in questa fase scatena un'ulteriore reazione a catena dovuta alla richiesta in massa, da parte dei depositanti, delle loro riserve.

Durante la fase della crisi bancaria molte istituzioni finanziarie estinguono il loro capitale netto, rendendolo negativo, di conseguenza le banche diventando insolventi non sono più in grado di rimborsare i loro creditori e alcune di esse sono costrette a dichiarare il fallimento.

Nel caso in cui i problemi di insolvenza dovessero raggiungere forme sufficientemente gravi, questi fattori potrebbero determinare un panico bancario, in cui la maggior parte dei depositanti, temendo per la sicurezza dei loro depositi, richiedono in massa la restituzione dei propri fondi.

Questo processo prende il nome di “corsa agli sportelli”¹¹ che costringe le banche alla vendita forzosa delle proprie attività, per far fronte alle ingenti quantità di liquidità.

La problematica principale legata a questa pratica è che può determinare un deterioramento del valore delle attività, fino a condurre all’insolvenza anche banche che altrimenti sarebbero riuscite a far fronte al periodo di crisi senza incappare in perdite gravi.

La conseguenza più grave è legata al fatto che una riduzione così cospicua di prestiti e del valore delle attività, porterà al fallimento di numerose imprese, che diventeranno quindi insolventi verso le banche e le altre imprese, innescando altri fallimenti e il crollo dell’intero sistema creditizio.

1.3 LE CAUSE DELLA CRISI

Abbiamo già visto che le crisi finanziarie possono essere distinte in quattro categorie (crisi valutaria, bancaria, della bilancia dei pagamenti e di debito).

Le cause che possono scatenarle sono molteplici e si differenziano in base alla tipologia di crisi che si sta sviluppando.

La *crisi valutaria* può essere innescata da diversi fattori.

Solitamente è causata da un disastro economico, una particolare situazione politica, conflitti bellici oppure da errori della banca centrale locale.

¹¹ I panici bancari sono sempre avvenuti dopo un periodo di espansione creditizia, e in certi casi allo scoppio di una bolla creata dall’espansione stessa. I primi casi eclatanti li troviamo nel XVII secolo, come la bolla dei tulipani (1634-1637). Altri esempi sono la bolla della South Sea Company (1717-1719), la compagnia del Mississippi (1717-1720), la depressione post-napoleonica (1815-1830), lo scandalo della Banca Romana (1889-1892) e la grande depressione (1929-1939). Molte delle recessioni che hanno colpito gli Stati Uniti hanno vissuto dei panici bancari. Il caso maggiore che si ricordi è la Grande Depressione, quando vi fu un continuo *bank run* nei confronti di tutti gli istituti di credito, fino all’imposizione della chiusura di tutte le banche per quattro giorni e l’introduzione dell’assicurazione sui depositi di 5000 dollari.

Eventi più recenti di corse agli sportelli sono stati:

- nel 2001, durante la crisi economica in Argentina
- 2002 in Uruguay
- 2007 Countrywide Financial
- 2007 alla banca britannica Northern Rock
- Diversi casi nel 2008 a causa della crisi dei debiti sub prime
- 2015 Panico bancario in Grecia
- 2016 Panico bancario in Turchia, durante il tentativo di colpo di Stato

Qualunque sia l'episodio scatenante, il risultato è sempre una grave svalutazione della moneta, che, perdendo valore, crea una forte instabilità nel tasso di cambio e fa aumentare l'inflazione.

La *crisi bancaria*, a differenza di quella valutaria, è determinata da un forte stato di insolvenza della banca, che non è più in grado di adempiere ai propri impegni.

Questo problema è causato principalmente da errori gestionali e di squilibri, o da un cattivo intervento della Banca Centrale come prestatrice di ultima istanza.

Questa perturbazione può essere uno squilibrio reversibile, come irreversibile, e le metodologie di risoluzione sono disposte in due modalità: la prima è l'amministrazione straordinaria di banche, durante la quale si valutano le possibilità di risanamento, la seconda, al contrario, prevede la liquidazione coatta amministrativa.

Le *crisi della bilancia dei pagamenti* sono causate da forti squilibri fra i Paesi, che non possono essere colmati dalle misure espansive della politica monetaria.

Riferendoci specificatamente alla zona Euro, esistendo una sola moneta, il cambio è necessariamente fisso.

Quindi, in alternativa alla vendita e all'acquisto di riserve di valuta estera, è stato ideato un meccanismo di compensazione, che prende il nome di TARGET, successivamente divenuto TARGET 2 (T2).

Attraverso questo meccanismo, i Paesi con un *surplus* della bilancia dei pagamenti ricevono il credito netto derivante dal *deficit* degli altri Paesi, e il costo del debito è rappresentato dal tasso di rifinanziamento delle operazioni principali.

Questa soluzione di compensazione fa in modo che l'Eurozona risulti più stabile, creando una linea di credito concessa ai Paesi che vivono una crisi della bilancia dei pagamenti.

Prima della crisi del 2007, questo meccanismo funzionava in maniera impeccabile nei mercati dei capitali integrati. Successivamente alla crisi, i singoli Paesi non sono più stati in grado di preservare il loro equilibrio.

Nelle *crisi di debito* le problematiche più gravi sono legate alla vulnerabilità della struttura finanziaria di alcuni Paesi.

Le caratteristiche dei Paesi che vengono colpiti da questa crisi sono un debito pubblico non sostenibile, l'incremento del deficit, i tassi di crescita del PIL inferiori agli standard. Inoltre, si è notato che tutti i Paesi presentavano delle azioni di salvataggio di banche in crisi, tutto ciò inaspriva ulteriormente la condizione economica.

Le due problematiche che maggiormente compromettono i Paesi già vulnerabili, determinando così la crisi, sono in primo luogo l'aumento dei tassi d'interesse, che aumentano l'onere sul

debito pubblico, rendendolo ancora più difficile da restituire e inibendo la capacità degli Stati di utilizzarlo per rilanciare l'economia; in secondo luogo, i titoli di Stato che, risentendo della condizione precaria dell'economia, sono maggiormente assoggettati al rischio di mercato.

Nel corso degli anni, sono stati analizzati e sviluppati diversi modelli che aiutano a comprendere e classificare i molteplici eventi che determinano una crisi finanziaria.

Questi modelli sono importanti sia dal punto di vista teorico, sia per fini della politica economica, perché le misure attuate per risolvere le crisi sono diverse a seconda dei meccanismi che le generano.

I modelli possono essere racchiusi in quattro ampie categorie che descrivono i meccanismi in maniera generale e che, in questo modo, permettono di comprendere e interpretare correttamente le cause della crisi, prescindendo da tutti i casi particolari che caratterizzano i fenomeni di instabilità finanziaria dei Paesi.

In un primo momento, saranno descritti i quattro raggruppamenti, entrando successivamente nello specifico.

- **Modello monetarista:** le cause alle quali si ricollegano queste crisi sono un'eccessiva contrazione dell'offerta di moneta, determinata da errori della politica monetaria o da manifestazioni di panico bancario. Questa teoria si sviluppò a partire dagli anni Cinquanta del XX secolo e si contrapponeva alla teoria keynesiana per quanto riguarda il ruolo della moneta nella determinazione delle fluttuazioni nell'attività economica.

- **Instabilità macroeconomica ed eccessi nell'offerta di credito:** alla base delle crisi descritte da questo modello vi è lo scoppio di una bolla speculativa¹².

In questo caso la fragilità finanziaria è determinata da un aumento dei prezzi delle attività, finanziarie e reali, che aumentando si allontanano dai propri fondamentali. La bolla è condizionata anche dall'aumento del credito, dell'indebitamento del settore privato e degli investimenti reali rispetto alla domanda aggregata sostenibile nel medio termine. Quando i prezzi aumentano

¹² Nella storia diverse crisi finanziarie sono scaturite da bolle dei prezzi degli asset.

Queste bolle generalmente sono costituite da tre fasi distinte:

- La liberalizzazione finanziaria genera un'espansione del credito, seguita poi dall'aumento dei prezzi di asset, come immobili e azioni; in questo momento i prezzi si alzano, mentre la bolla si gonfia.
- La bolla scoppia e i prezzi crollano.
- Si verifica il fallimento di diverse imprese e di altri agenti che hanno acceso prestiti per acquistare asset a prezzi inflazionati; la diretta conseguenza di quest'evento è la crisi bancaria.

vertiginosamente l'inversione del ciclo, causata da un evento esogeno, può avere conseguenze catastrofiche.

- **Informazione asimmetrica:** questo modello si basa sulle asimmetrie informative, che si generano nel momento in cui una delle due parti dispone di informazioni necessarie per prendere decisioni corrette, e non le comunica alla controparte. Esistono due diverse categorie di asimmetrie informative: la *selezione avversa* e *l'azzardo morale*.
Le asimmetrie informative generano fallimenti o malfunzionamenti nel mercato. Solitamente possono condurre a problemi di instabilità finanziaria quando si scelgono inconsapevolmente investimenti eccessivamente rischiosi, quando vi sono garanzie pubbliche estese che inducono gli operatori a trascurare o sottovalutare i rischi oppure quando permettono comportamenti fraudolenti. Questo genere di problemi si può presentare anche a seguito della liberalizzazione dei mercati, in quanto i nuovi operatori si trovano in posizioni svantaggiate rispetto a quelli già attivi.
- **Attacchi speculativi ai regimi di cambi fissi:** in questo caso le crisi sono la diretta conseguenza di decisioni razionali prese dagli speculatori, quando si forma la convinzione dell'incompatibilità tra il mantenimento di parità di cambio fisso e il perseguimento di altri obiettivi di politica economica o si creano condizioni squilibrate nella struttura debitoria dei settori pubblico e privato.

1.3.1 Il modello monetarista

Questa teoria ritiene che la crisi sia generata e alimentata dai privati, i quali temono di non riuscire a recuperare i propri risparmi e quindi corrono in massa agli sportelli delle banche, prosciugandone le riserve che le banche detengono per far fronte al normale flusso di prelievi. In questo caso si va a generare un bank run che si trasforma poi in un panico bancario.

Le banche, nel tentativo di ripristinare il livello delle riserve, sono costrette a richiedere il rimborso anticipato dei prestiti fatti o ne rifiutano il rinnovo, oppure devono vendere le proprie attività.

La conseguenza generale di questo processo è la riduzione generale dell'offerta di moneta, a causa della riduzione del moltiplicare dei depositi, causando recessioni e fallimenti.

La definizione di crisi finanziaria ispirata dalla scuola monetarista è quella di Anna Schwartz, secondo la quale i crolli di borsa o i fallimenti di grandi imprese sono solo pseudo crisi

finanziarie, perché fenomeni di questo tipo sono fenomeni fisiologici di mercato, mentre la vera crisi finanziaria coincide con il panico bancario.

La crisi può essere prevenuta o risolta se la Banca Centrale mantiene o ripristina il livello della massa monetaria pre-crisi, attraverso operazioni di mercato aperto o utilizzando lo strumento del credito di ultima istanza.

Il panico bancario¹³ ha quindi due caratteristiche fondamentali: la richiesta da parte dei depositanti del rimborso dei propri risparmi, che rendono le banche illiquide, e il ritiro di un volume di depositi dal sistema bancario così elevato da avere una rilevanza macroeconomica.

Esistono tre diversi strumenti per ridurre e prevenire il panico bancario.

Il primo strumento è quello di *sospensione della convertibilità dei depositi in contanti*, anche se questa pratica è ormai di rilevanza puramente storica¹⁴.

Il secondo strumento può essere un *accordo di natura privata*, che assicuri il trasferimento di liquidità tra banche.

Quest'ultimo prevede la creazione di una stanza di compensazione, con il compito di far affluire alle banche con ingenti richieste, le eccedenze di liquidità delle altre banche.

Questo mezzo di prevenzione, prevedendo anche un sistema di monitoraggio reciproco, potrebbe disincentivare le banche ad assumere troppi rischi.

Altra soluzione in grado di prevenire la corsa agli sportelli è l'assicurazione pubblica dei depositi, perché lo Stato è in grado di garantire risorse sufficienti al rimborso dei depositi assicurati¹⁵.

Conseguenza positiva di questa soluzione è che la credibilità della garanzia pubblica può eliminare il ritiro anticipato e i bank run. Le evidenze storiche, tuttavia, dimostrano che quando la copertura è parziale, non riesce ad arginare in maniera efficace il panico bancario, facendo aggravare l'onere fiscale.

¹³ I modelli teorici che spiegano l'origine del panico bancario appartengono a due filoni distinti.

Nel primo caso il panico bancario deriva da un evento casuale avverso che innesca la crisi.

Secondo Calomiris e Gorton, le teorie che si basano su quest'ipotesi sono quelle del "prelievo casuale".

La seconda linea di pensiero sostiene, invece, che il panico bancario ha luogo quando cominciano a presentarsi segnali negativi riguardanti la qualità dell'attivo della banca o l'andamento dell'economia che inducono i depositanti a ritenere che la banca sia divenuta più rischiosa.

¹⁴ Un caso recente di questa ipotesi è stato tuttavia quello della crisi argentina dell'inizio del secolo scorso, con vincoli all'ammontare di depositi di cui si poteva chiedere la conversione.

¹⁵ L'assicurazione sui depositi si può attuare mantenendo i vincoli posti dalla base imponibile rispetto ai depositi e conservando un rapporto debito pubblico/PIL sostenibile.

Il risvolto negativo di questo strumento invece, è che la garanzia sui depositi può incentivare situazioni di azzardo morale, sia per i depositanti, perché riduce il controllo di quest'ultimi sul controllo dell'operato delle banche; che per le banche, che potrebbero decidere di investire in soluzioni troppo rischiose, con la certezza che eventuali perdite sarebbero coperte dallo Stato.

Il terzo strumento per evitare o ridurre i costi della corsa agli sportelli è quello del credito d'ultima istanza.

Questa soluzione previene gravi cadute dell'offerta di moneta e rappresenta lo strumento principale per la stabilizzazione dell'economia e dei flussi finanziari necessari al suo ordinato funzionamento.

1.3.2 Instabilità macroeconomica ed eccessi nell'offerta di credito

Alla base di questa seconda teoria, che tenta di spiegare quali siano i fondamenti delle crisi finanziarie, vi è l'instabilità delle politiche macroeconomiche e gli eccessi nell'espansione del credito.

Vi sono diverse teorie che sostengono che un contributo, rilevante allo scatenarsi di una crisi, sia determinato da fattori di rischio sistematico e non diversificabile.

Esempi al riguardo sono l'aumento improvviso dei tassi di interesse, oppure l'inversione di un ciclo economico espansivo.

Un altro approccio, invece, ritiene che la causa rilevante sia collegata all'eccessiva espansione del credito. La maggior parte delle crisi recenti è stata determinata da un'espansione del credito sconsiderata, a differenza delle crisi del passato che sono state causate principalmente da squilibri dei prezzi.

Questa seconda teoria ritiene che nella politica monetaria si sovrastimi l'importanza della stabilità dei prezzi, rispetto a quella del credito, in un contesto di determinazione del ciclo economico e dei prezzi delle attività.

Von Hayek (1931), economista e sociologo austriaco, ritiene che la stabilità dei prezzi non costituisca una condizione sufficiente per evitare le crisi, in quanto non è un fattore dal quale discende la formazione di situazioni di eccesso d'investimento e di bolle speculative nei prezzi.

Analogamente, infatti, nel corso degli anni, si è potuto notare come le fluttuazioni cicliche non siano state determinate dal livello generale dei prezzi, ma piuttosto dallo scostamento di quest'ultimi dai loro prezzi relativi, soprattutto del tasso d'interesse.

Questa tesi, che prende il nome di tesi austriaca, sostiene che l'equilibrio economico sia determinato dal coordinamento intertemporale fra le decisioni di consumo e quelle di investimento, e tale stabilità è sostenuta dal tasso d'interesse, che equivale al prezzo d'equilibrio tra l'offerta di risparmio e la domanda di risorse.

Vi sono però fattori che possono perturbare l'equilibrio tra risparmio e investimento, primo dei quali la politica economica.

Questa labile stabilità è determinata dal coordinamento delle decisioni degli investitori e dei consumatori, ma nel caso in cui la Banca Centrale decidesse di attuare una politica espansiva, il tasso d'interesse monetario scenderebbe sotto il tasso naturale, stimolando l'investimento e perturbando l'equilibrio.

Allo stesso tempo i consumatori sono indotti ad anticipare il consumo¹⁶, condizione contraria a quanto richiesto dall'equilibrio del sistema.

La crescita del credito innescata dall'espansione monetaria causa il simultaneo aumento del consumo e degli investimenti, ma questa espansione non può durare a lungo, in quanto l'anticipo dei piani di consumo farà aumentare il tasso d'interesse, rendendo più costoso realizzare i propri investimenti.

La conseguenza generale a questo tipo di politica è l'*overinvestment*, dove la formazione di nuovo capitale non è più giustificata dal costo che si deve sostenere per far sì che questo si realizzi.

In seguito, ne deriva una riduzione dei profitti, che aggrava la situazione di eccesso d'investimento, si riduce la domanda di lavoro e si entra in un periodo di recessione economica.

Altra teoria per quanto riguarda l'instabilità economica, che presenta diversi punti di contatto con la scuola austriaca, è quella divulgata da Minsky (1982) e Kindleberger (1989).

Entrambi ritengono che un ruolo fondamentale nel processo della crisi finanziaria, sia interpretato dall'irrazionalità degli investitori.

Per quanto riguarda Minsky, egli ritiene che gli investitori possano essere divisi in tre categorie:

¹⁶ L'induzione dei consumatori al consumo è vera quando l'effetto sostituzione è maggiore dell'effetto reddito per i consumatori creditori.

- *hedge borrowers*, i quali sono in grado di ripagare con l'autofinanziamento il debito contratto
- *speculative borrowers*, che possono pagare gli interessi ricorrendo a nuovi finanziamenti per rimborsare il capitale
- *Ponzi borrowers*, che non rimborsano neanche gli interessi, continuando ad indebitarsi e offrendo come garanzia delle attività nell'aspettativa che continuino a rivalutarsi.

La teoria di Minsky ritiene che un *lending boom* farebbe salire a dismisura gli investimenti e i prezzi delle attività, in funzione delle aspettative svincolate dall'andamento delle variabili fondamentali dell'economia; una successiva inversione del ciclo che muti il segno delle aspettative, innescherebbe una crisi sistemica e cumulativa.

Kindleberger, allo stesso modo, riprende le teorie di Minsky e sottolinea come l'irrazionalità degli investitori, spronati dalle possibilità di guadagno facile, determini un deterioramento delle condizioni di stabilità.

Durante i periodi di euforia e di boom economici, i prenditori di fondi e i finanziatori continueranno ad investire secondo comportamenti non più razionali, fino ad arrivare al punto in cui la maggior parte di loro si sposterà verso la tipologia delle *speculative borrowers* e *Ponzi borrowers*.

A questo punto, il teorico sottolinea come l'investimento diventi una sorta di mania, che precede lo scoppio di una bolla.

In seguito, la realtà che si va a delineare è che alcuni investitori decideranno di vendere le proprie attività, facendone scendere il prezzo, alcuni *Ponzi borrowers* non saranno più in grado di far fronte ai propri impegni e decideranno di vendere anche loro.

La conseguenza di questo processo è che anche gli *speculative borrowers* avranno difficoltà a far fronte ai propri debiti, e le loro difficoltà possono portare anche debitori più sicuri a non riuscire a raccogliere fondi.

In breve tempo, il dilagare di questa situazione fa sì che l'uscita dal mercato divenga precipitosa, con effetti sui debitori e finanziatori, che vedono compromessa la loro solvibilità.

1.3.3 Le asimmetrie informative e contratti finanziari

I malfunzionamenti del mercato, riconducibili alle asimmetrie informative, possono essere distinti in due diverse categorie: quelle *ex ante*, con effetti di selezione avversa, e quelle *ex post*, con effetti di azzardo morale.

La selezione avversa è una condizione che si verifica prima che il contratto venga concluso, e ha luogo quando chi presta denaro è soggetto a condizioni che lo possono portare a scegliere, tra tutti, il debitore più rischioso, che è quello che con maggiore probabilità produrrà, per il prestatore, un risultato avverso.

In pratica, questa situazione si va a generare in quanto a richiedere più attivamente i prestiti saranno i soggetti maggiormente a rischio, poiché questi saranno coloro che più attivamente contrarranno debiti, proprio perché sanno che sarà improbabile che riusciranno a restituirlo.

La conseguenza di questa situazione è che i prestatori di fondi saranno meno favorevoli a realizzare gli scambi.

Questa problematica dei mercati è stata analizzata, facendo riferimento al mercato delle auto usate, da Akerlof.

Lo studioso sottolinea come, tenendo conto del diverso mix di auto in buono e cattivo stato presenti sul mercato, i prezzi che si vanno a formare potrebbero finire per lasciare sul mercato solo le auto di cattiva qualità, in quanto vi è una divergenza tra il prezzo che l'acquirente è disposto a pagare e quello minimo che il venditore di un'auto in buone condizioni è disposto ad ottenere.

Riferendosi al mercato dei capitali, questo modello può essere utilizzato per spiegare come le differenze nelle qualità del debitore condizionino il funzionamento del mercato stesso.

Le conseguenze dell'incremento della rischiosità dei debitori sui mercati sono l'aumento del razionamento del credito, quindi un'offerta di credito inferiore alla domanda, oppure una maggiore reattività dei mercati alle fluttuazioni dei tassi d'interessi, superiore rispetto a quella che si avrebbe nel caso di mercati perfetti.

Tra le ipotesi principali che vengono assunte dagli autori, vi è che, all'interno della stessa classe di rischio, non è possibile per un datore di fondi distinguere la rischiosità del singolo prenditore, e quindi si osserva solamente il contratto di debito.

In base a questa condizione, il creditore, nel caso in cui il rendimento del debitore fosse sufficiente ad onorare il debito, riceverebbe solamente un interesse prefissato, oltre al rimborso

del capitale; nel caso in cui invece il debitore diventasse inadempiente, il creditore potrebbe riscattare il progetto dal debitore, diventandone così il proprietario, beneficiando direttamente di tutti i rendimenti, e può decidere autonomamente se tenerlo e gestirlo in prima persona, oppure venderlo sul mercato secondario.

Il modello mostra, inoltre, come nelle categorie a rischio vi siano prenditori potenziali razionati e che quindi la quantità di credito disponibile sia inferiore rispetto a quelli con informazione completa. Questa situazione si va a creare in quanto, all'aumentare dei tassi d'interesse, la qualità media dei prenditori si riduce, in quanto, i prenditori meno rischiosi, avendo dei livelli di rischiosità molto bassi, non saranno disposti a pagare tassi troppo elevati e, quindi, saranno costretti ad uscire dal mercato.

La conseguenza generale di questa situazione è che si ridurranno i rendimenti attesi dei prestiti, poiché, superando un certo livello, i rendimenti saranno remunerati in base al tasso netto, che è pari al tasso contrattuale, dedotte le perdite attese; riducendosi i rendimenti, anche i prestatori di fondi saranno meno avvezzi a concederli, riducendo l'offerta.

Un'altra situazione di selezione avversa si verifica quando nel mercato entrano nuovi operatori, a seguito della liberalizzazione dei mercati.

Il rischio al quale vengono sottoposti è che i loro clienti potrebbero essere quelli scartati dagli operatori già presenti sul mercato, in quanto in possesso di maggiori informazioni e conoscenza del mercato.

Il problema principale è che, in questo modo, si potrebbe compromettere il capitale di una grande quota dei nuovi operatori e produrre in seguito delle ricadute su tutto il settore.

Altra condizione di asimmetria informativa è invece l'azzardo morale.

Questo tipo di problematica si presenta a seguito della conclusione del contratto e prevede che il prenditore di fondi, una volta ottenuto il capitale, possa destinarlo verso operazioni che mettano a rischio la propria capacità di restituire il debito, ponendosi quindi in una situazione "avversa" rispetto al prestatore.

Vi sono diversi esempi di questa tipologia di asimmetria.

Un esempio tipico si verifica quando il prenditore di fondi opera perseguendo solamente interessi personali, in tal caso otterrà dei profitti se l'investimento dovesse riscuotere successo oppure, in caso contrario, addosserà la colpa a qualcun altro.

Una seconda tipologia si presenta nel momento in cui i fondi vengono erogati per perseguire favoritismi personali o di natura politica. A seguito di questa procedura, nella storia, sono state registrate diverse bolle speculative, in modo particolare nel mercato immobiliare e azionario.

Ulteriore esempio, e più importante, per quanto riguarda le implicazioni macroeconomiche, è il caso che si verifica in presenza di garanzie implicite o esplicite dello Stato, che assicurano, contro i rischi di perdite, tutti i debitori.

In questo caso, l'azzardo morale conduce le imprese, le banche e i loro finanziatori ad assumere comportamenti molto rischiosi, forti del fatto che, in caso di perdite, lo Stato potrebbe farne fronte.

Qualunque sia la tipologia di asimmetria informativa, è stato dimostrato, negli anni, come questo tipo di evento possa determinare fluttuazioni cicliche e crisi finanziarie.

1.3.4 Attacchi speculativi ai regimi di cambio fisso e panico bancario in economia aperta

Quando si guarda a questo tipo di evento scatenante, si evidenzia come la causa, nella maggior parte dei casi, sia il tentativo di mantenere una parità prestabilita, oppure il mantenimento di uno specifico equilibrio all'interno di una banda di oscillazione.

Sono stati sviluppati diversi modelli che tentano di spiegare quali sono le basi degli attacchi speculativi, in modo anche da riuscire a prevenirli.

La maggior parte di questi non riesce a comprendere, nello specifico, se essi siano dovuti a malfunzionamenti dei mercati, a dei comportamenti irrazionali degli speculatori, o se siano solamente il frutto di scelte razionali che possono essere previste.

Un primo modello è quello degli attacchi speculativi al cambio di *prima generazione*, per il quale gli attacchi dipenderebbero dall'incoerenza fra un'espansione economica eccessiva, e il mantenimento della parità.

Questa teoria venne proposta da Krugman (1979), il quale riteneva che l'espansione del credito determinasse una progressiva riduzione delle riserve valutarie, fino al loro livello minimo, oltre il quale, avviene l'attacco.

La speculazione si verifica proprio perché una riduzione così repentina delle riserve, che sarebbero state utilizzate per difendere il cambio fisso, fa insorgere delle opportunità di guadagno per gli speculatori, che possono acquistare la valuta al tasso di cambio pre-attacco, per poi rivenderla al tasso di cambio svalutato.

Questo modello riesce anche a prevedere questo evento, in quanto si verificherà quando il livello iniziale delle riserve è molto basso e il tasso di crescita del credito è molto alto.

Nonostante Krugman riesca a spiegare in maniera accurata alcune delle crisi avvenute in America Latina agli inizi degli anni Settanta, non riesce a fare lo stesso con crisi più recenti, che sembrano causate da politiche errate dei *policy maker*, il cui impegno di mantenimento del cambio è legato ad una clausola di salvaguardia.

Per far fronte a questa ulteriore tipologia di crisi è stato sviluppato un altro modello, di *seconda generazione*.

Questa seconda teoria, ideata da Obstfeld (1986), vede il mantenimento o l'abbandono del cambio fisso, come una soluzione ottimale delle autorità, quando queste devono decidere tra il mantenimento del livello del cambio o il perseguimento di altri obiettivi, come la massima occupazione o la riduzione dell'impatto di uno shock avverso.

Nel momento in cui le autorità decidono di perseguire ulteriori obiettivi, oltre quello del cambio fisso, si vanno a formare una molteplicità di equilibri, che dipendono dall'interazione tra i fondamentali e le aspettative degli operatori.

L'obiettivo che il modello tenta di perseguire è quello di mantenere il più possibile invariato il livello del cambio, conservando la possibilità di cambiarlo quando gli shock, che assoggettano l'economia, diventeranno rilevanti.

Quindi, questo tipo di pratica si presenta come una clausola di salvaguardia, il cui problema principale però è che molto spesso si è tentati di utilizzarla, anche quando non sarebbe necessario, compromettendo la credibilità delle autorità.

Come ultimo modello vi sono quelli di *terza generazione* ideati dallo stesso Krugman, il quale ha osservato come gli attacchi speculativi dipendano dal livello d'indebitamento, del settore privato, verso l'estero.

L'ipotesi cruciale è che, per livelli d'indebitamento in valuta estera sufficientemente alti, una svalutazione del cambio può peggiorare drasticamente la situazione patrimoniale del settore, tali da ridurre la domanda aggregata interna di un ammontare superiore all'aumento delle esportazioni nette.

In questo modo, qualunque perdita di fiducia da parte degli investitori esteri dà luogo ad un'inversione dei flussi e, quindi, ad una grave svalutazione.

Quest'ultima comprometterà i bilanci delle imprese e delle banche indebitate in valuta, che hanno ricavi in moneta nazionale, determinando così un'ingente quantità di fallimenti, che conseguentemente produrranno effetti negativi sulla domanda aggregata, riducendo la fiducia nella sostenibilità del livello del cambio. Il deflusso di capitali, inoltre, richiederà il reintegro della bilancia dei pagamenti ad una situazione di equilibrio o avanzo, ripristino che impone un'importante contrazione delle importazioni e del reddito, che causa il trasferimento di molte risorse all'estero.

CAPITOLO 2

CHINA EVERGRANDE GROUP

2.1 PRESENTAZIONE

China Evergrande Group è il secondo più grande imprenditore edile della Cina.

Fu fondato negli anni Novanta da Xu Jiayin, il quale, ha saputo sfruttare al meglio il boom espansionistico cinese, creando un impero che ingloba centinaia di banche e milioni di contribuenti.¹⁷

L'impresa inizialmente si era sviluppata con l'obiettivo, da parte del fondatore, di fornire case agli operai, che dalle campagne si spostavano in città, ben presto, però, la produzione si spostò verso un target più elevato, cominciando a costruire abitazioni di lusso per una borghesia medio-alta.

Dal 1996, anno della sua fondazione, la società si è fortemente sviluppata, fino alla sua quotazione nella borsa di Hong Kong, nel 2009, con la quale ottenne 722 milioni di dollari. Prima della dichiarazione di fallimento, risultava essere un punto di riferimento per il mercato immobiliare, in quanto, la holding cinese presenta alcuni dati significativi con oltre 200 mila dipendenti, più di 100 miliardi di dollari di immobili venduti in un solo anno, oltre mille progetti in tutto il paese. Inoltre, la società è la più grande emittente di obbligazioni in dollari di tutta l'Asia.

La società gestisce il proprio business attraverso quattro segmenti: sviluppo immobiliare, investimenti immobiliari, gestione immobiliare e altre attività ed è stata decretata, nel 2018, come “società immobiliare di maggior valore al mondo”.

Inizialmente il modello di business, utilizzato da Xu, si basava sull'acquisizione del terreno tramite prestiti, il reperimento di risorse finanziarie dalle istituzioni finanziarie nazionali e dalla prevendita delle abitazioni ai nuovi inquilini e successivamente il finanziamento dei suoi progetti attraverso investitori internazionali.

¹⁷ Cerasi A., (2021), “*Evergrande. Storia di un fallimento controllato*”, Trend Online.

<https://www.trend-online.com/opinioni/evergrande-immobiliare-fallimento/>

Quindi nella pratica Evergrande da una parte vendeva gli appartamenti richiedendo un pagamento anticipato, e dall'altra parte si indebitava per comprare terreni edificabili e completare i progetti.

Il suo primo progetto immobiliare prevedeva la prevendita, a prezzi accessibili, di una serie di appartamenti di piccole dimensioni a Guangzhou, rivolti ad un target di giovani adulti.

In conseguenza dei discreti successi, dovuti a una strategia spiccatamente speculativa, l'imprenditore cinese modificò il proprio target di riferimento, cominciando a costruire, sempre con il medesimo modello di business, abitazioni e uffici di lusso, rivolti ad un pubblico di ceto medio alto.

Tale cambiamento si basa, sull'utilizzo di una leva finanziaria molto elevata, al fine di incrementare il fatturato elevato con bassi costi.

Il successo di Evergrande è dovuto anche all'apporto di ingenti investimenti provenienti dalle banche cinesi, le quali, non fidandosi di investire sui mercati internazionali, successivamente alla crisi di Lehman (2008), decisero di concentrare la maggior parte dei propri investimenti e prestiti sul mercato interno, e in modo particolare, sugli alti rendimenti del mercato immobiliare, permettendo alla Evergrande di svilupparsi in modo significativo.

La combinazione di questi due elementi ha reso oggi Evergrande un colosso immobiliare con più di 1300 progetti immobiliari in oltre 280 città cinesi, ma superando i 300 miliardi di debiti, pari circa al 2% del PIL cinese.

La Evergrande Group, oltre a sviluppare l'attività immobiliare come core business, ha perseguito un'intensiva attività di diversificazione, che, attraverso le proprie controllate, ha permesso di sviluppare molteplici attività in differenti settori.

La prima tra tutte riguarda lo sviluppo automobilistico.

A partire da novembre 2019, la Evergrande Group ha annunciato che avrebbe investito ingenti quantità di denaro nello sviluppo di auto elettriche, per le quali vennero costruite tre basi di produzione a Shanghai, Nansha e Guangzhou, con l'obiettivo di lanciare nel 2020 il primo lotto di auto elettriche che portavano il nome di "Evergrande New Energy Vehicle".

Questo progetto prevedeva che il ramo automobilistico dovesse diventare l'attività principale dell'azienda, in soli dieci anni dal lancio del primo lotto di auto ma, a seguito delle problematiche finanziarie riscontrate dal gruppo, il progetto futuristico risultò difficile da portare a termine.

Nonostante le difficoltà nello sviluppo di questa attività, ci sono state diverse dichiarazioni che avevano fatto presagire la volontà, da parte della società, di modificare il core business per concentrarsi completamente sulle auto.

Infatti, l'Amministratore Delegato, aveva annunciato che il gruppo immobiliare non avrebbe più acquistato terreni per la costruzione di immobili, con conseguente iniziale riduzione delle vendite annuali di quasi 500 miliardi.

I settori nei quali, però, la società aveva deciso di investire erano molteplici.

Innanzitutto, lo sport, attraverso l'acquisizione di una società calcistica, la Guangzhou Evergrande, e con la contestuale costruzione dello stadio nella città di Canton.

Inoltre, stava crescendo nel settore dei viaggi, con la costruzione di diversi parchi a tema e complessi turistici.

Nel settore sanitario, Evergrande Health Industry Group Limited, collabora con strutture sanitarie e pensionistiche, di riabilitazione e assistenza agli anziani servizi di chirurgia plastica e anti-età.

Il colosso ha investito anche nei media e nella comunicazione, con la pubblicazione di annunci pubblicitari, la vendita di riviste, tra le quali Oriental Sunday e Economic Digest, libri e fornitura di servizi business digitali, la finanza e lo sviluppo di reti internet.

Infine, la diversificazione ha riguardato beni come cereali, petrolio, pannelli solari e allevamenti di maiali, ma anche prodotti lattiero-caseari e acqua minerale¹⁸.

¹⁸ La diversificazione della società è stata vasta e di larghe vedute.

L'obiettivo di Xu Jiayin nel campo automobilistico era quello di diventare uno dei maggiori produttori di auto elettriche. Nel perseguimento del suo obiettivo la Evergrande Group ha proceduto con la formazione di partnership e collaborazioni, o in alcuni casi all'acquisizione, di diverse aziende specializzate nella produzione di auto elettriche.

Per quanto riguarda lo sport la società ha investito nel team di calcio noto come Guangzhou Evergrande, il quale ha militato in diverse categorie raggiungendo anche titoli nazionali.

Nell'ambito sanitario, Evergrande ha costruito una piattaforma che integra l'assistenza agli anziani, l'assistenza sanitaria di livello mondiale, la gestione sanitaria e le risorse di assicurazione medica; l'obiettivo è quello di fornire ai suoi membri un'assistenza completa. Per fase ciò Evergrande si occupa della gestione di diversi resort sanitari di alto livello in tutta la Cina. Oltre a queste attività la società ha investito nel Boao Evergrande International Hospital, che risulta essere l'unico ospedale affiliato con l'estero che fornisce il servizio specialistico oncologico. In riferimento al turismo, la Evergrande Tourism Group si è occupata della costruzione dei parchi a tema ispirati alle fiabe, che offrono servizi completamente al coperto per bambini e adolescenti, dai 2 ai 15 anni. Il tema dei parchi è incentrato sulla storia e sulla cultura cinese, che vengono riprodotte anche grazie all'ausilio delle tecnologie high-tech a disposizione della compagnia. Al momento la società dispone di ben 15 parchi in tutta la Cina. Inoltre, Evergrande è il costruttore anche di "Ocean Flower Island", meta molto apprezzata dai turisti globali, con centri congressi internazionali, centri espositivi ed eccellenti hotel in ville o in castelli, in pieno stile europeo.

2.2 INTRODUZIONE ALLA CRISI E LE SUE CAUSE

La China Evergrande Group, nel periodo successivo la pandemia di Covid-19, ha evidenziato un debito sempre crescente, che ha raggiunto i 305 miliardi di dollari, suddivisi in prestiti bancari, fatture dei fornitori e obbligazioni societarie, attribuendole il titolo di “più indebitata della Cina”.

Il fatto che il momento di crisi si sia presentato dopo un esercizio in cui la società aveva registrato dei profitti ragguardevoli sta ad indicare che, probabilmente, questa condizione è stata determinata da una cattiva gestione aziendale, alla quale si sono sfortunatamente aggiunti altri problemi dovuti a: un eccessivo ricorso al debito, alcuni investimenti errati e gli inevitabili effetti della pandemia, che hanno contribuito ad appesantire l’esposizione debitoria.

La società ha riscontrato, per diverso tempo, problemi di flusso di cassa, che l’hanno portata ad essere insolvente nei confronti dei fornitori e degli intermediari finanziari che le avevano concesso credito.

Le prime difficoltà di Evergrande si sono presentate a partire dal 31 agosto 2021, quando la stessa annunciò che non sarebbe riuscita a soddisfare le proprie passività, fatto salvo per importanti ristrutturazioni e trattative con i debitori.

Queste difficoltà economiche hanno inevitabilmente colpito altre imprese che collaboravano con il colosso immobiliare, creando così delle tensioni sulla catena degli approvvigionamenti, che rappresenta oltre un quarto della produzione economica cinese.

Molti fornitori di Evergrande, infatti, negli anni precedenti, erano stati pagati con carta commerciale e di fronte alle difficoltà finanziarie della società sono logicamente preoccupati per il rispetto dei loro incassi.

La problematica principale legata a tali avvenimenti è che le conseguenze di questa instabilità si sono riversate anche sull’economia reale.

Infatti, la società, oltre ad avere ingenti debiti nei confronti delle banche e degli istituti finanziari, è esposta anche nei confronti di fornitori e cittadini.

Il risultato di tutto ciò è la riduzione del valore delle azioni della società, che comporta oltre ad un’ulteriore diminuzione di liquidità, anche un calo del livello di garanzia della società, la quale per far fronte alle necessità di denaro, per pagare le cedole delle obbligazioni che sono in scadenza entro il 2021, è costretta alla vendita forzata delle proprie partecipazioni ed attività.

La Evergrande Group ha ammesso, durante un'intervista al Financial Times (2021), di aver utilizzato miliardi di dollari, raccolti attraverso la vendita di prodotti finanziari agli investitori retail, per finanziare i suoi debiti e per riuscire a ripagare gli investimenti più importanti.

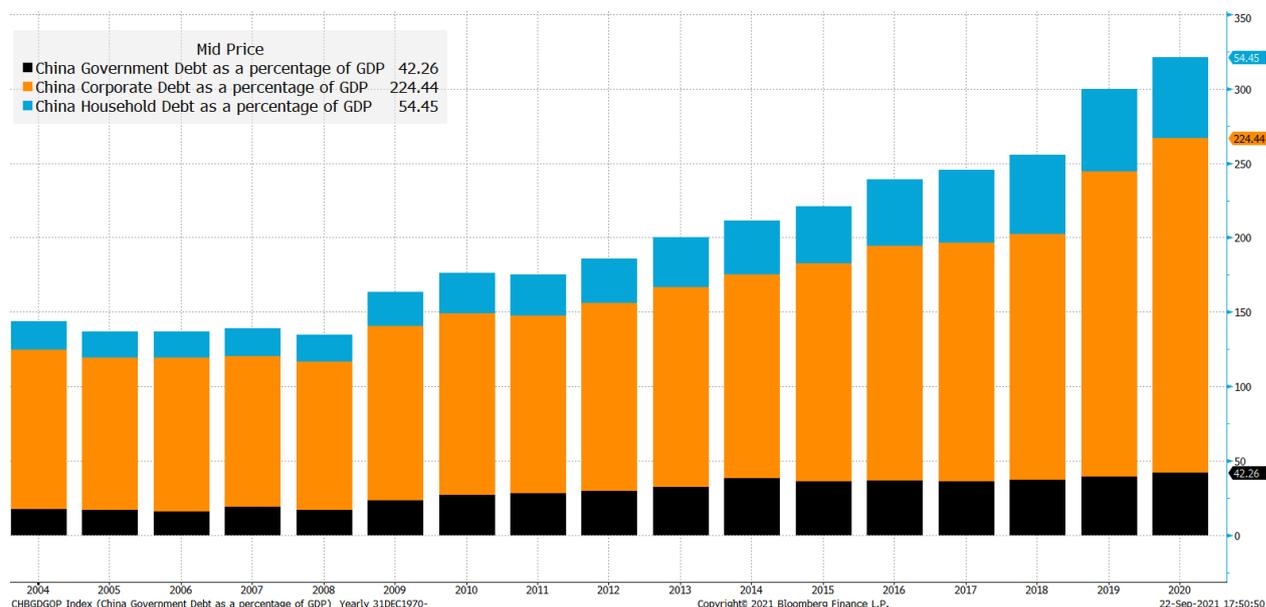


Fig.1, Variazione e composizione del debito della China Evergrande Group¹⁹ dal 2004 al 2019.

Dal grafico soprariportato (Fig. 1) si può notare come il debito del colosso immobiliare sia drasticamente aumentato e quasi raddoppiato dal 2004, ma un altro fattore importante è la composizione stessa del debito.

La maggior parte di quest'ultimo è riferibile a quello societario cinese, ma un'altra importante percentuale è formato dai debiti che Evergrande ha nei confronti delle famiglie.

La preoccupazione principale sarebbe quindi dovuta alla natura del debito, poiché i rischi maggiori potrebbero riversarsi sull'economia reale, piuttosto che sul sistema finanziario.

È ormai nota la tecnica del colosso immobiliare, che spesso fa ricorso a questi prodotti, sollecitando gli acquirenti delle abitazioni e i dipendenti delle aziende a investire nella società stessa, oppure pagando i fornitori con valori mobiliari in luogo della liquidità.

A seguito delle difficoltà del gruppo, tutte queste categorie di creditori, hanno visto le obbligazioni ricevute scendere di prezzo drasticamente, temendo quindi di non essere rimborsati.

¹⁹ Grafico disponibile al sito: <https://www.lamiafinanza.it/2021/09/evergrande-un-altro-mattone-nel-muro-del-rischio/>

In totale Evergrande ha 20 miliardi di obbligazioni emesse in dollari in circolazione, ed è il più grande emittente di obbligazioni in dollari *high yield* in Asia.

Per quanto riguarda invece il suo mercato *onshore* l'azienda ha quasi 7 miliardi di euro di *bond* in circolazione.

Inoltre, nonostante rimangano una quota effimera rispetto ai debiti commerciali verso i fornitori, è importante sottolineare che la società è ulteriormente esposta, per oltre 50 miliardi di dollari, verso il sistema bancario cinese.

La parte preponderante di questi debiti è stata utilizzata per lo sviluppo dell'attività immobiliare, che, come spiegato in precedenza, si basava sull'utilizzo del debito per procedere con l'urbanizzazione.

Probabilmente questo genere di strategia sarebbe continuata a risultare vincente, se non fosse stato per il rallentamento dello sviluppo economico e la successiva pandemia, che hanno definitivamente bloccato tutta l'attività economica.

Un'altra importante parte dei debiti contratti può essere ricondotta a dei prestiti privati cinesi che Evergrande era riuscita ad ottenere, raccogliendo complessivamente 130 miliardi di yuan. Questa somma era stata raggiunta attraverso la sottoscrizione di azioni di classe A di Evergrande Real Estate, che erano destinate alla quotazione in borsa, con la promessa di cospicui dividendi.

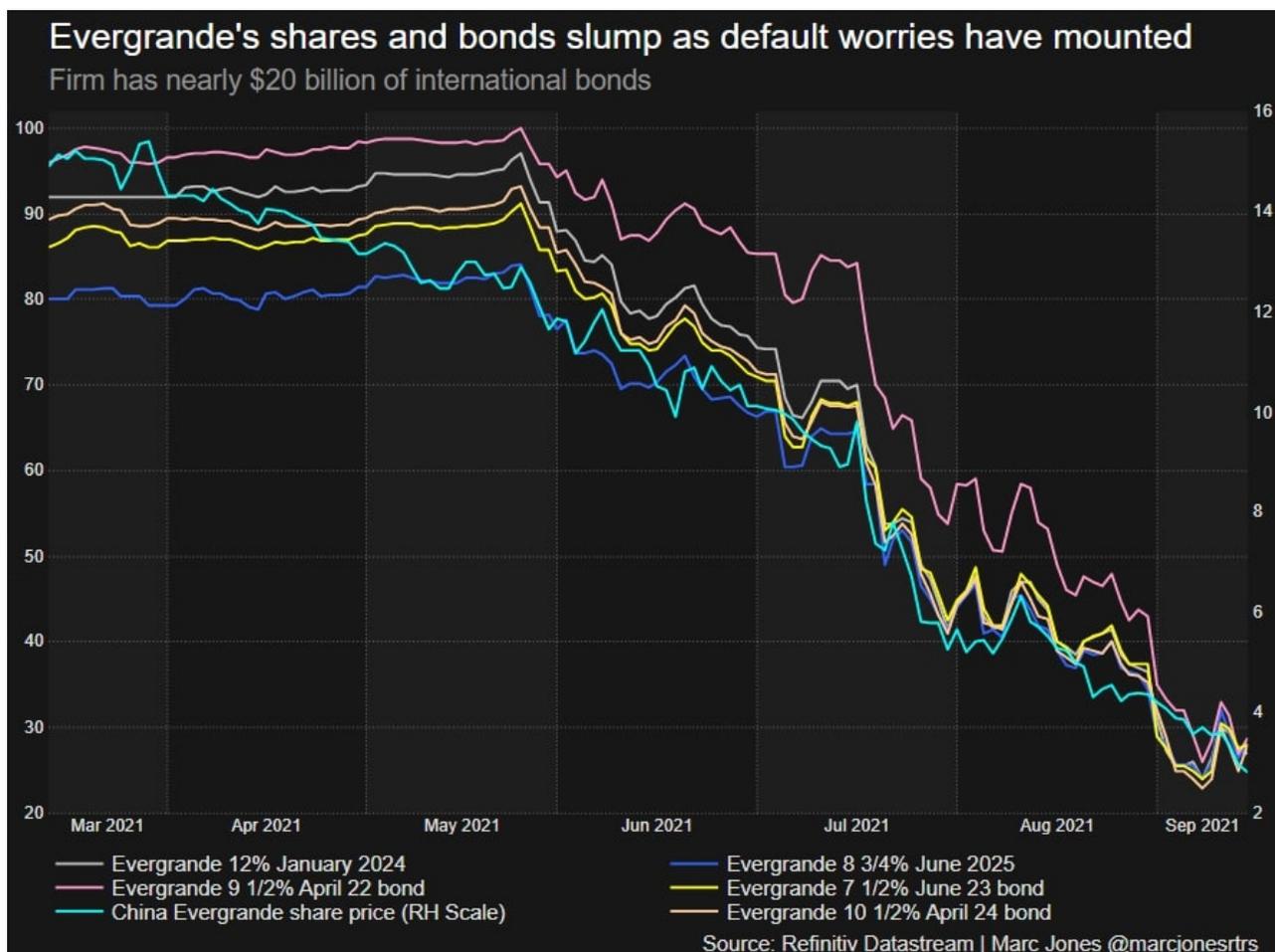
A convincere ulteriormente gli investitori, c'era anche la promessa che nel caso in cui la quotazione in borsa delle azioni non si fosse concretizzata, gli investitori sarebbero stati rimborsati entro marzo 2021.

A causa di una serie di rallentamenti generali delle attività della società, anche il progetto di quotazione fu rallentato. Nonostante ciò, alcuni investitori acconsentirono a non esercitare opzioni di riscatto delle quote versate, mantenendo la partecipazione in Evergrande, evitandone così la crisi di liquidità.

Il problema per questi investitori si è presentato però nel momento in cui la società ha effettivamente dichiarato di avere problemi di liquidità e ha subito diversi declassamenti fino ad ottenere un rating di classe C, condizioni che hanno fatto ridurre il valore delle azioni di oltre l'80% del valore dall'inizio del 2021.

Questa consistente perdita di valore ha costretto la società, per un periodo circoscritto di tempo, alla sospensione dei propri titoli dalla Borsa di Hong Kong.

La combinazione di tutte queste vicende ha avuto un impatto negativo sui prezzi delle azioni, di Evergrande e di tutte le sue controllate, il cui valore è fortemente diminuito, raggiungendo i minimi storici.



²⁰Fig.2, Valore delle azioni della China Evergrande Group. Fonte: Asia Financial

Così come mostrato dal grafico (Fig.2), già a settembre 2021 il valore delle azioni della società avevano raggiunto quello di un'azienda sull'orlo del fallimento e la situazione purtroppo non è migliorata nei mesi a seguire.

Nel corso dell'anno le azioni e le obbligazioni di Evergrande hanno perso i quattro quinti del loro valore e la società ha rapidamente esaurito la sua liquidità.

²⁰ Grafico disponibile al sito: <https://bebeez.it/rebreakfast/notizie-da-tpg-real-estate-partners-kkr-kkr-real-estate-select-trust-vonovia-deutsche-wohnen-axa-im-rpm-living-marriott/>

L'obiettivo del colosso immobiliare, al fine di riuscire a superare questo periodo di crisi, era quello di vendere beni, attirare nuovi investitori e aumentare le vendite, ma sfortunatamente non è riuscito in nessuna delle tre attività.

Tutto ciò ha portato al mancato pagamento a creditori al dettaglio, appaltatori, obbligazionisti, fornitori e banche, comportando la sospensione di numerosi progetti in corso d'opera.

I fattori che hanno determinato il declino del valore delle attività sono molteplici; possono essere legati ai problemi di liquidità, alle mancate risoluzioni delle trattative che la società aveva portato avanti per ottenere liquidità dalla vendita delle proprie divisioni, oppure dalle dichiarazioni di esterni che potevano condizionare l'opinione pubblica.

Per riuscire a raccogliere quanta più liquidità possibile, infatti, la società è ricorsa anche alla vendita di rami dell'azienda e alla cessione di partecipazioni in diverse società.

La mancata conclusione di alcuni accordi ha però intimorito ancora di più i creditori, riducendo drasticamente la fiducia che questi riponevano nella società e nella sua possibilità di risanamento.

Un caso di questo tipo è rappresentato dalla mancata vendita a Hopson Development Holding²¹ del 50,1% della controllata Evergrande Property Services Group, attiva nei servizi di gestione immobiliare. Le conseguenze del mancato accordo sono state un'ulteriore riduzione delle garanzie a sostegno della società e ciò ha comportando una riduzione del valore delle azioni pari al 6%.

Non ha contribuito al rafforzamento della fiducia nella società anche il fatto che le ragioni per le quali le trattative si sono concluse con un nulla di fatto non sono state abbondantemente elaborate da Evergrande, la quale ha dichiarato solamente che la controparte non aveva soddisfatto i requisiti necessari all'offerta generale.

Prima del fallimento le azioni della società risentivano anche delle dichiarazioni di soggetti esterni alla società stessa, che influenzavano l'opinione pubblica, come per esempio quelle di Hu Xijin, giornalista cinese, il quale, il 17 settembre, aveva dichiarato sul Global Times, che l'ipotesi di un salvataggio da parte dello Stato, non doveva essere dato per scontato, in quanto, nonostante Evergrande fosse una di quelle società ritenute "troppo grandi per fallire", secondo il giornalista, un suo ipotetico fallimento non avrebbe generato dei fallimenti sistematici, come

²¹ La Hopson Development Holding fu fondata a Guangzhou nel 1992, ed è una delle società private immobiliari più grandi della Cina.

La società è stata quotata in borsa nel 1998 e si occupa principalmente di sviluppo immobiliare, immobili commerciali e attività di gestione immobiliari nelle maggiori città del continente.

era accaduto con Lehman Brothers²², e che quindi si sarebbe dovuto piuttosto pensare di ricorrere ai mezzi di mercato, anche se un ipotetico risanamento della società risultava molto utopico e complicato.

A seguito di queste dichiarazioni la società ha riscontrato una perdita pari al 13% del valore delle azioni, prima di riuscire a recuperare il prezzo chiudendo con una contrazione del -3,42%.

Oltre a tutto ciò, bisogna anche considerare che il valore delle azioni rispecchia la fiducia che il pubblico ripone nella società stessa, quindi è ragionevole che, per diversi motivi, quelle di Evergrande siano scese di diversi punti.

Il fattore che però più di altri ha probabilmente determinato la sfiducia nel colosso immobiliare è stato il continuo ritardo nel pagamento delle cedole.

Le prime cedole erano in scadenza tra settembre e ottobre 2021, ma nella maggior parte dei casi la società non era riuscita a pagarle in tempo, facendo ricorso al periodo di grazia di 30 giorni, che era stato conferito dalla Fitch Rating per il pagamento ultimo, pena il default.

Solo nel mese di ottobre Evergrande ha versato due cedole, una da 83,5 milioni di dollari e una da 45,2 milioni di dollari, che erano in scadenza già nel mese di settembre.

A novembre 2021 la società doveva pagare tre coupon, per un valore complessivo di 148,1 milioni di dollari.

²² Sono molteplici i punti che differenziano le due società, sia per le attività svolte e l'ammontare del debito, che per le implicazioni che il fallimento avrebbe sull'economia.

Nel caso della Lehman Brothers Holdings Inc. si trattava di una società attiva nei servizi finanziari a livello globale.

Principalmente si occupava di *investment banking, equity* e "*fixed-income sales*", del trading, delle ricerche di mercato e *private equity e banking*.

Nel 2008 la società ha annunciato di avere svariati debiti suddivisi in: debiti bancari per 613 miliardi di dollari, debiti obbligazionari per 155 miliardi di dollari e attività per un valore di 639 miliardi di dollari.

Con un'ingente somma di debiti pari a quelli sostenuti dalla banca americana, la sua bancarotta è passata alla storia come la più grande degli Stati Uniti.

La risonanza che la bancarotta ha avuto su tutti i mercati mondiali è stata determinata innanzitutto dal fatto che si trattasse di una società finanziaria con legami con la maggior parte dei paesi mondiali, dall'ingente quantità di debiti che aveva ingenuamente contratto, speranzosa di poter contare sul sostegno dello Stato, in quanto si riteneva troppo grande per essere lasciata fallire, e dal fatto che il fallimento fosse stato improvviso e imprevedibile, poiché per anni erano stati presentati dei falsi bilanci.

Per quanto riguarda Evergrande, invece, si tratta di una società immobiliare, quindi che si basa su dei beni materiali, la quale opera all'interno di un'economia chiusa come quella cinese e che ha contratto, per quanto si tratti sempre di somme elevatissime, un debito effimero rispetto a quello della banca statunitense.

In questo caso la rilevanza dell'impatto del fallimento della società risulta essere inferiore, in quanto nonostante la società immobiliare abbia anche dei debiti offshore, non si ritiene che siano abbastanza per generare un crollo sistematico, e perché la maggior parte del debito è comunque concentrato in Cina.

Un altro fattore a favore di questa tesi è che il probabile default della società immobiliare è stato dichiarato molto prima che la situazione fosse irreversibile, in modo da dare al Governo il tempo di agire per contrastare, e successivamente mitigare le conseguenze del fallimento.

Un'altra cedola in scadenza per il 2021 era quella del 6 novembre, sfortunatamente però la società non è riuscita ad adempiere ai suoi obblighi, neanche a fine del periodo di grazia, condizione che l'ha condotta, pochi giorni dopo, alla dichiarazione di fallimento da parte della Fitch Rating.

In generale, i fattori che hanno caratterizzato questo momento di volubilità sono stati, in primo luogo, un settore immobiliare cresciuto in maniera ipertrofica e diventato troppo grande, anche per un'economia enorme come quella cinese; in secondo luogo l'utilizzo del debito privato per finanziare la crescita economica, in un ambiente non sufficientemente regolamentato; e infine un contesto governativo che intendeva ridefinire la scala di potere tra pubblico e privato, e che ha cercato di porre rimedio agli eccessi della crescita economica, ponendo dei limiti regolamentari sulla possibilità di crescere il debito.

Non a caso lo Stato cinese, nell'ultimo periodo sta intervenendo contro diversi settori, tra cui l'immobiliare, attraverso l'introduzione di una serie di regole, le quali hanno condizionato drasticamente la posizione di Evergrande e soprattutto la sua solvibilità.

Quindi, la grave crisi di liquidità e il conseguente fallimento della China Evergrande Group sono stati determinati da una serie di eventi, primo fra tutti il rallentamento dello sviluppo dell'economia cinese, a partire dal 2019.

Le prime difficoltà per l'economia cinese si sono presentate a seguito dell'introduzione dei dazi da parte degli USA.

Queste imposizioni hanno comportato un inevitabile riduzione delle esportazioni, con una contestuale riduzione della crescita.

A seguito della controversia, l'economia cinese aveva riscontrato una leggera crescita successivamente la firma della cosiddetta "Fase Uno", con la quale le due potenze mondiali firmavano un accordo commerciale, grazie al quale, nonostante la domanda interna cinese rimanesse debole, si registrarono dei significativi miglioramenti grazie al recupero della fiducia da parte delle imprese e del mercato stesso.

Per riuscire a sostenere l'economia reale erano state attuate anche una serie di politiche economiche, come la riduzione del tasso di riserva obbligatorio da parte del PboC.

Tutti questi sforzi però si rivelarono vani in seguito dello scoppio della pandemia di Covid-19, la quale ha agito come da acceleratore di alcune criticità di natura strutturale alla base del progressivo rallentamento dell'economia cinese, determinando una brusca e repentina battuta d'arresto, che ha definitivamente rallentato il mercato e la produzione, determinando un periodo di instabilità sia economica, che politica.

Un altro fattore che ha determinato il rallentamento dell'economia è stato anche il cambiamento strutturale che il Governo cinese stava cercando di mettere in atto.

Infatti, la grande crescita dell'economia era stata sospinta da un'ingente quantità di investimenti, soprattutto nelle infrastrutture, ma l'obiettivo al quale il Governo stava cercando di tendere era quello di ottenere un modello di crescita qualitativamente sostenibile, quindi, un'economia in grado di sorreggersi per la maggior parte tramite la domanda interna, attraverso il riequilibrio tra investimenti e produzione manifatturiera a favore del consumo e dei servizi.

Per perseguire questo obiettivo era necessario ridurre la sperequazione reddituale, spronando la parte abbiente della popolazione ad aumentare la propria propensione al consumo.

Questa mutazione strutturale implicava necessariamente una crescita più lenta, motivo per il quale, per ottenere una maggiore stabilità finanziaria nel lungo periodo, il Governo ha accettato il rallentamento dell'economia.

Altro elemento che ha comportato il rallentamento dell'economia è stato l'aumento del controllo normativo da parte del Governo, soprattutto in alcuni settori come quello immobiliare. La normalizzazione, infatti, ha determinato rilevanti rallentamenti alla crescita dell'economia, comportando un aumento medio del Pil ad oscillare tra +3,8% e il +4,9% nel prossimo decennio, rispetto ad una prima ipotesi che prevedeva una crescita pari al +9,8%.

Inoltre, ha contribuito alla crisi anche la gigantesca bolla immobiliare che negli ultimi anni si sviluppò in Cina.

Evergrande si era indebitata per costruire quasi un milione e mezzo di appartamenti, già pagati, ma mai conclusi, con la conseguente nascita di numerose città fantasma sparse per tutta la Cina. Questo sviluppo immobiliare era stato promosso anche dal Governo di Xi Jinping, che per diversi anni era stato un grande sostenitore di Xu Jiayin e della sua strategia speculativa, anche a costo di accettare un'elevata leva immobiliare, al fine di perseguire il suo obiettivo, ovvero quello di combattere la povertà creando una classe media ricca e docile.

Per analizzare le fondamenta alla base di questa bolla speculativa è necessario ripartire dalla crisi finanziaria del 2008.

A seguito del fallimento della Lehman Brothers il Governo cinese approvò uno stimolo economico di 4 mila miliardi di yuan e la Banca Popolare Cinese ridusse i tassi d'interesse dal 4% di giugno 2008, all'1% di inizio 2009.

In conseguenza di queste azioni, l'economia cinese riportò un +9,4% rispetto all'anno precedente, al quale poi seguì un'ulteriore crescita, nell'anno successivo, pari al +10,6%.

La maggior parte degli investimenti vennero effettuati in infrastrutture e nel settore immobiliare, dove molto presto cominciò a dilagare la speculazione, cresciuto attraverso uno “schema Ponzi”, che ha generato una sovrapproduzione di abitazioni.

Infatti, questa ingente iniezione di liquidità ha formato diversi quartieri residenziali, che però, sono rimasti sotto-abitati o talvolta disabitati.

Negli anni l’indebitamento delle società è aumentato vertiginosamente, generando una bolla immobiliare di gran lunga più grande di quella degli Usa, determinata dai mutui sub-prime nel 2007-08.

Infatti, le grandi società hanno avuto la possibilità di indebitamento praticamente illimitato, garantito dal sistema bancario controllato dallo Stato.

La forza di questo processo era che gli imprenditori contavano sul fatto che sarebbero sempre riusciti ad ottenere un credito illimitato da parte dello Stato.

Il problema si è presentato nel momento in cui il Governo, per contrastare il surriscaldamento dell’economia del settore immobiliare e dell’economia generale, è intervenuto con politiche restrittive, al fine di ridurre il sovra indebitamento degli imprenditori.

Altri fattori, a carico della società, che hanno contribuito allo sviluppo della crisi sono legati alle eccessive spese che la compagnia ha dovuto sostenere per l’ingente diversificazione che ha appoggiato, al fine di ampliare il proprio business.

Come visto in precedenza le attività sussidiarie della Evergrande Group sono molteplici, ma poche di queste si sono rivelate effettivamente produttive e in grado di far fronte agli ingenti investimenti iniziali.

Inoltre, un altro fattore importante da considerare era la diminuzione costante del margine operativo.

Così come mostrato dai due grafici sottostanti (Figura 3, Figura 4), a partire dal 2016, le vendite per il gruppo avevano cominciato a diminuire, e così di conseguenza anche il margine operativo.

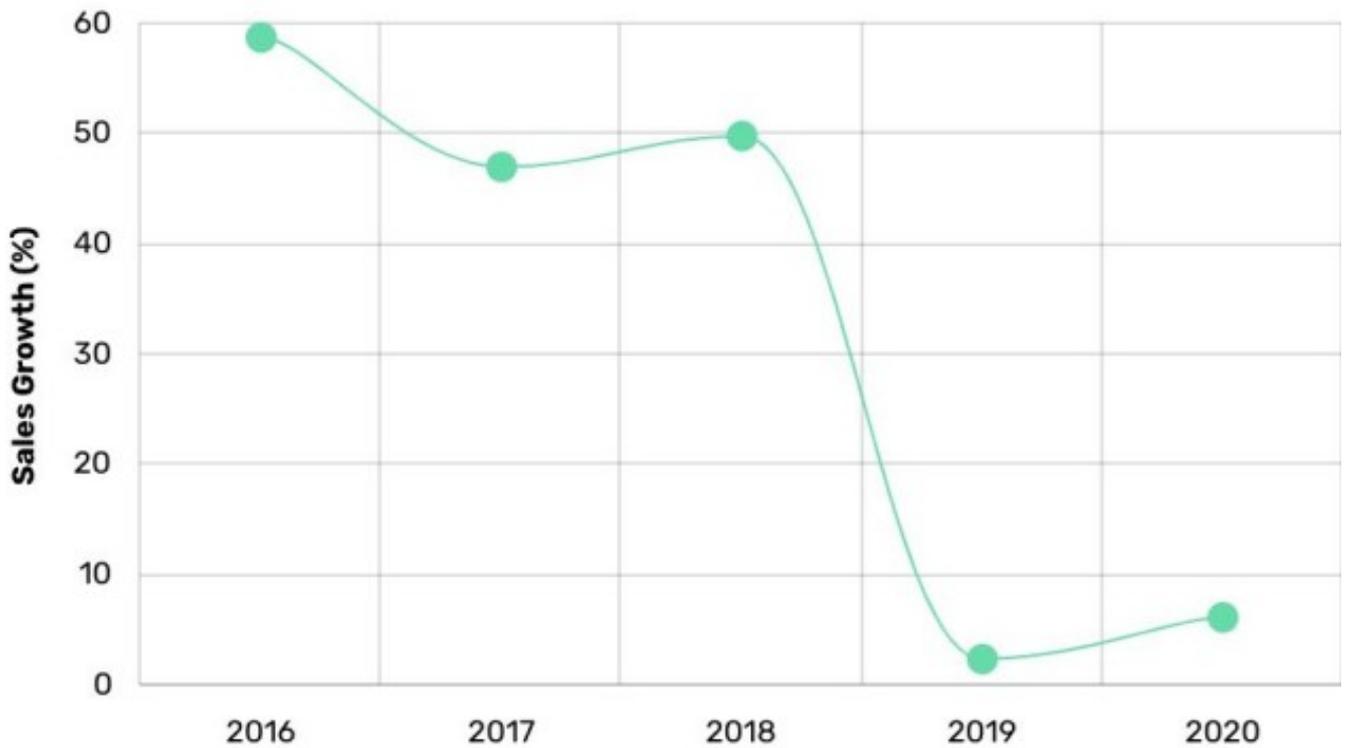


Figura 3-Andamento delle vendite di China Evergrande Group dal 2016 al 2020.

Fonte: Financial Times

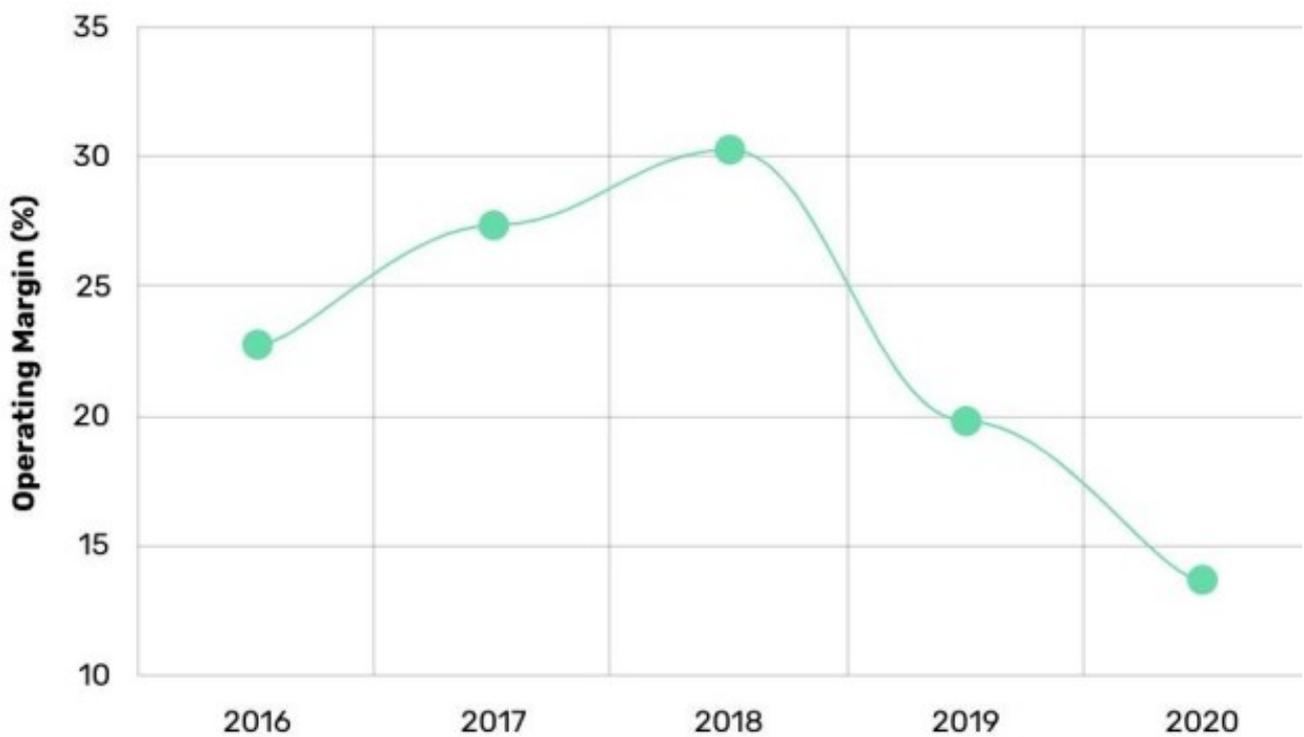


Figura 4-Margine operativo della China Evergrande Group²³

Fonte: Financial Times

²³ Entrambi i grafici (Figura 3 e Figura 4) sono disponibili al sito: <https://www.lavoce.info/archives/89827/evergrande-cronaca-di-un-disastro-annunciato/>

Nonostante tutti questi fattori abbiano inficiato sulla liquidità, e quindi sulla stabilità della società, probabilmente la ragione più grande che ha determinato l'inizio della crisi della Evergrande Group è stata sancita dall'introduzione, nell'estate del 2020, di una nuova normativa da parte del Governo cinese, la quale prevede "tre linee rosse" per le compagnie immobiliari.

Secondo questi tre limiti, le compagnie sono tenute a rispettare:

- un rapporto massimo di debito-asset del 70%
- un tetto massimo nel rapporto tra indebitamento e capitale del 100%
- una liquidità pari ai debiti a breve termine.

Allo stesso modo, sono state introdotte per le banche, le "due linee rosse", il cui obiettivo era quello di limitare i prestiti ipotecari e i prestiti immobiliari complessivi.

La politica delle Tre Linee Rosse era stata introdotta sostanzialmente per spronare il settore immobiliare a migliorare i fondamentali di bilancio, la capacità di copertura del debito e ridurre la leva finanziaria, al fine di rendere il settore maggiormente virtuoso.

Gli obiettivi principali, infatti, erano ridurre l'indebitamento degli operatori immobiliari e far scendere i prezzi delle case, per renderle accessibili a tutti.

Il fine del governo di Pechino era quello di sgonfiare la bolla immobiliare ponendo limiti all'indebitamento e liberando capitale per altri settori.

Le banche invece, dal canto loro, hanno rivisto con prudenza i loro prestiti al settore.

A seguito della diminuzione delle possibilità di richiesta di prestito dai canali onshore, le società sono state anche spronate a ricercare i propri canali di finanziamento offshore.

Ormai, il Governo si era reso conto dell'importanza sistemica del settore immobiliare, sia per l'economia nazionale, sia per la salute del sistema finanziario nel suo complesso, ed era consapevole dell'importanza della stabilità di questo settore per l'intero sistema economico.

La normativa prevedeva tre test di performance per le quali le imprese che ottenevano dei risultati non in linea con questi parametri, non avrebbero più potuto usufruire dei mercati finanziari del debito.

A seguito dell'introduzione delle tre linee rosse le imprese furono costrette a modificare i propri parametri, e la maggior parte di queste è riuscita a raggiungere degli ottimi risultati in quasi tutti e tre i principi.

Il primo effetto riscontrabile è stato un notevole miglioramento nello stato di salute del credito, con un contestuale miglioramento del rating per diverse imprese, alcune delle quali sono migliorate addirittura di due livelli.

Questa strategia è stata anche particolarmente efficace nel frenare alcune delle strategie di crescita più aggressive tra i costruttori.

Infatti, il settore immobiliare è diventato più prudente nell'attività di land banking, ovvero l'acquisizione di terreni per lo sviluppo immobiliare.

Nonostante alcune imprese siano prontamente riuscite a far fronte alle nuove richieste introdotte con la normativa, alcune di queste, tra cui Evergrande, riscontrarono diverse difficoltà.

L'introduzione di questi parametri, per una società che aveva fondato la sua fortuna su un ingente indebitamento, ha determinato un'inversione di rotta, in quanto i regolatori, a seguito della normativa, ordinarono di abbassare il debito.

Nonostante le iniziali difficoltà, Evergrande era riuscita a raggiungere, a metà del 2021, l'obiettivo per quanto riguarda il rapporto di indebitamento netto, senza però riuscire invece negli altri due parametri.

La conseguenza del mancato raggiungimento dei target aveva escluso la società dall'accesso al credito bancario.

Ad aggravare la situazione è stata poi la perdita di fiducia degli investitori cinesi, sempre più avversi al rischio.

Fondamentalmente, la crisi di liquidità è stata per lo più indotta dalle nuove misure di regolamentazione decise dal Governo cinese.

Altre azioni che la società ha provato ad intraprendere sono state la vendita di asset, lo sconto dei propri condomini e il lancio di nuove compagnie sul mercato, tutte mosse che però, alla fine, si sono rivelate inutili.

2.3 IL FALLIMENTO

La China Evergrande Group è stata dichiarata ufficialmente in *Selective Default* il 9 dicembre 2021 dalla società di rating Fitch.

Il default selettivo è un'operazione per la quale il presupposto di base è un accordo con almeno una parte maggioritaria dei creditori, per cui solo una parte dei creditori non riceverà quanto dovuto.

L'obiettivo è quello di limitare gli effetti di un attacco legale, attraverso cui gli aventi diritto potrebbero rifarsi direttamente sul patrimonio del debitore.

Il default selettivo rappresenta dunque un modo per tagliare il debito in modo artificiale, riacquistando parte dei titoli.

Questo tipo di fallimento si riferisce al mancato pagamento di un bond, ma non necessariamente si attribuisce a tutte le obbligazioni.

La differenza con il default classico è che l'adesione all'operazione avviene su base volontaria, per cui i creditori che vogliono partecipare devono accettare a priori le condizioni di rimborso. La fase successiva a questo processo è un'asta con la quale si determineranno i nuovi valori dei titoli.

Come già affermato in precedenza, la crisi della società cinese è stata causata da una cattiva gestione e da un'espansione cieca di un management sconsiderato, che, combinata ad una serie di eventi sfavorevoli ha determinato una grave crisi di liquidità.

Nonostante le evidenti difficoltà però, la società ha provato più volte a rasserenare i propri creditori dichiarando che avrebbero fatto del loro meglio per riprendere il lavoro e la produzione; esortando i dirigenti a garantire la consegna degli asset immobiliari già pagati e non ancora costruiti, completati o consegnati.

Inoltre, la società era disposta ad attuare un'aperta comunicazione con i propri investitori, al fine di ripagare il proprio debito.

Sfortunatamente però, nonostante i buoni propositi, il colosso ha continuato a riscontrare gravi perdite sul valore delle proprie attività e sulla propria liquidità.

Per riuscire a far fronte alle difficoltà e per sostenere l'impresa, il presidente Xu Jiayin ha venduto addirittura beni personali, per un valore di oltre 7 miliardi di Yuan, e ha ridotto significativamente la propria partecipazione nella China Evergrande Group, riducendola dal 77% al 68%.

I problemi per la società sono aumentati nel periodo subito precedente il default, quando i creditori hanno chiesto il pagamento di un'ingente quantità di denaro, del quale però la società non disponeva.

A seguito di ciò la società si è ritrovata più volte a dover riconoscere pubblicamente la propria impossibilità di far fronte alla maggior parte delle richieste dei propri creditori.

Infatti, in diversi erano scettici sulla possibilità che Evergrande riuscisse effettivamente a superare questo grave periodo di crisi indenne.

Prima della dichiarazione di fallimento, alcuni creditori avevano confessato a delle testate internazionali che la società aveva già dichiarato la sua impossibilità di garantire abbastanza fondi.

Per rendere nota la situazione di Evergrande erano intervenuti anche il Ministero dell'Edilizia e dello sviluppo urbano che avevano comunicato alle principali banche che la società non sarebbe stata in grado di effettuare il pagamento degli interessi sui prestiti, così come era in difficoltà per rispettare le promesse fatte agli oltre 70000 investitori.

Prima della dichiarazione di fallimento, la società era positiva sul fatto che sarebbe riuscita ad attuare un piano di ristrutturazione del debito²⁴.

Infatti, inizialmente l'obiettivo del colosso era quello di riprendere la produzione per riuscire a terminare e consegnare gli immobili ancora incompiuti.

Le speranze della società sono però state smorzate in quanto quest'ultima non riusciva in nessun modo a reperire liquidità, a causa dell'impossibilità di vendere nuovi appartamenti in prevendita, così come disposto dalla normativa, di contrarre ulteriore debito presso gli istituti finanziari e di vendere i propri asset a buon mercato, a causa della continua riduzione di valore.

Per sostenere la società era intervenuto anche il Governo, il quale inizialmente, a seguito delle dichiarazioni del presidente di Evergrande riguardo l'impossibilità di ripagare i propri debiti, aveva deciso di affiancare alla società stessa un gruppo di lavoro.

Il compito di questo gruppo era quello di supervisionare e gestire il rischio, rafforzare la gestione del controllo interno e mantenere le normali operazioni, al fine di eliminare i rischi in base alle "sfide operative attuali e finanziarie della società".

²⁴ L'accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 57 del D.lgs. 14/2019) è un mezzo di risanamento a cui l'impresa in crisi ricorre per cercare di ridurre l'esposizione debitoria e riequilibrare la propria situazione finanziaria.

Gli accordi di ristrutturazione del debito sono accordi conclusi tra l'imprenditore, che si trova in uno stato di crisi o di insolvenza, ed i suoi creditori che rappresentano almeno il 60% dei crediti.

Il suddetto accordo è soggetto all'omologazione del tribunale, anche se rimane un accordo negoziale.

Alla base della ristrutturazione vi è la volontà di salvataggio dell'impresa e di sanare la crisi, garantendo ai creditori non aderenti l'integrale soddisfazione del credito.

Con la stipulazione dell'accordo è l'imprenditore stesso che continua a dirigere la propria impresa e il suo patrimonio assistito da alcune tutele.

Questo tipo di accordo può essere proposto dall'imprenditore, il quale eserciti, anche non a fine di lucro, un'attività commerciale artigiana o agricola.

Il gruppo era composto da sette membri, di cui due manager esterni, un legale, sempre esterno, e solo due membri provenienti dalla Evergrande Group, di cui uno era l'azionista di maggioranza, ovvero il presidente.

La composizione del gruppo sottolinea come la maggioranza sia determinata da soggetti esterni al gruppo, cosa che fa intuire l'intervento di coordinamento da parte, e a favore, dello Stato.

L'obiettivo del Governo era quello di mantenere la comunicazione con le autorità di regolamentazione competenti nei mercati esteri e di sollecitare le società emittenti di obbligazioni estere, così come i loro azionisti, a rispettare la disciplina e le regole di mercato. Congiuntamente Pechino era intenzionato a far gestire diligentemente le questioni di debito, in conformità con i principi di commercializzazione.

Questo tipo di intervento non era nuovo per lo Stato cinese, il quale aveva già utilizzato la stessa strategia per il salvataggio di altre aziende in gravi difficoltà.

Infatti, come spiega anche il Financial Times, era già accaduto che i governi locali prendessero il controllo di società fortemente indebitate, sfruttando modalità molto simili a quelle attuate per la China Evergrande Group.

Sono diverse le società cinesi in crisi²⁵, che sono state affiancate dal Governo a seguito di gravi problemi finanziari, una di questa è la HNA Group²⁶, un conglomerato di aviazione logistica e turismo con sede ad Hainan.

Ovviamente quello di Evergrande è il primo caso in cui il Governo cinese si trova ad affrontare un debito così grande, tentando di ridurre al minimo i danni collaterali per il resto del settore immobiliare, e dell'intera economia.

²⁵ Altri conglomerati per i quali è risultato necessario l'intervento dello Stato per attuare dei piani di ristrutturazione sono stati Anbang, Tomorrow Group, Dalian Wanda e il Gruppo CEFT.

²⁶ La HNA Group è un conglomerato cinese che opera in diversi settori, tra cui l'aviazione, proprietà immobiliari, servizi finanziari, turismo e logistica.

La società controllava diversi vettori aerei, tra cui la Hainan Airlines, una delle prime compagnie cinesi per quanto riguarda il trasporto-passeggeri.

Le prime difficoltà per il gruppo cinese si sono presentate a partire dal 2017, a seguito di un provvedimento speciale di Pechino, attraverso il quale veniva vietato alle banche statali di prestare fondi alle società private. La bancarotta è sopraggiunta a seguito di una sottrazione dal bilancio, senza alcuna autorizzazione da parte dei consigli di amministrazione e degli azionisti, di una somma poco inferiore ai 13 miliardi di dollari, e delle gravi difficoltà economiche che erano aumentate a seguito dello scoppio della pandemia.

L'obiettivo del Governo era quello di cedere le attività che non erano legate al trasporto aereo; infatti, a seguito della dichiarazione di fallimento, oltre 60 aziende che facevano parte del conglomerato erano state affidate a dei commissari, i quali dovevano gestire i vari business e garantire la continuità.

A seguito della ristrutturazione fallimentare, e dopo quattro anni sotto il controllo dello Stato, la società è stata suddivisa in quattro attività separate.

Contestualmente anche la Banca Centrale cinese aveva appoggiato la mossa proposta dal Governo, in quanto riteneva che potesse risolvere i rischi, salvaguardando i diritti e gli interessi di tutti i creditori.

La Banca centrale ha anche osservato, per quanto riguarda i bond offshore, che il mercato obbligazionario estero in dollari è fortemente orientato al mercato, e ritiene che i rischi a breve termine delle singole società immobiliari non influenzeranno la normale funzione di finanziamento a medio e lungo termine.

Sfortunatamente, tutto l'impegno dimostrato dalla società cinese per attuare la ristrutturazione e per procedere con l'ordinaria amministrazione, alla fine, è risultato vano, in quanto a seguito del mancato pagamento di una cedola da 83,5 milioni di dollari, nei confronti degli investitori offshore, il colosso immobiliare è stato dichiarato insolvente dalla società di Rating, il 9 dicembre 2021.

Già nei mesi precedenti la società aveva riscontrato diverse difficoltà a far fronte ai propri obblighi.

Le scadenze precedenti dicembre erano state ad ottobre, per il pagamento di due cedole di importo rispettivamente pari a 83,5 milioni e 45,2 milioni, che dovevano essere saldate già a settembre.

Inoltre, un altro impegno sostanzioso per la società cadeva a novembre e riguardava il pagamento di 3 coupon, per un valore complessivo di 148,1 milioni.

In ogni caso, nella maggior parte delle volte la società era riuscita a ripagare il proprio debito solo a ridosso della scadenza dei periodi di grazia di 30 giorni, concessogli dalla società di Rating a seguito del superamento delle scadenze previste dai contratti.

Nonostante tutti gli sforzi però, la società non è riuscita a reperire abbastanza liquidità in tempo per il pagamento delle ultime cedole.

In aggiunta al fallimento della Evergrande Group, è seguito anche quello delle due sue sussidiarie, Hegda Real Estate e Tianji Holding.

Il motivo di questi due ulteriori default è il medesimo del colosso immobiliare, entrambe le controllate hanno mancato il pagamento di una cedola offshore con scadenza il 6 novembre, per importi rispettivamente pari a 590 milioni di dollari e 645 milioni di dollari.

L'ufficializzazione del fallimento è avvenuta in seguito alla mancata comunicazione da parte della società, o del fiduciario, dello stato del pagamento delle suddette cedole.

Inoltre, la società non aveva risposto alle richieste di Fitch riguardanti la conferma del pagamento stesso, motivo per il quale la dichiarazione di fallimento è stata inevitabile.

La prospettiva, a seguito del fallimento, da parte del presidente della società immobiliare era quella di riprendere a pieno la produzione, per riuscire a consegnare quante più case possibili entro il 2021, al fine di ripagare il proprio debito.

L'obiettivo era quello di consegnare 39.000 unità immobiliari a dicembre, rispetto alle meno di 10.000 unità dei tre mesi precedenti.

Il primo impatto sul mercato è stato molto positivo, facendo risalire, anche se di pochi punti, il valore delle azioni associate alla società.

La fiducia che il pubblico stava ritrovando a favore della società, a seguito di questa iniziativa, però, è stata ben presto spazzata via dal rammarico per la scadenza del pagamento di una nuova cedola, in scadenza sempre a dicembre.

La società doveva onorare nuovi pagamenti di cedole, per un valore complessivo di 255 milioni di dollari per i suoi bond a giugno 2023 e 2025, ma alcuni obbligazionisti, che detengono le due obbligazioni, non hanno ancora ricevuto i coupon.

A rendere noto il mancato pagamento questa volta è stata la Bloomberg News, la quale ha riferito che la data di scadenza per il pagamento era stata superata e che non vi erano state comunicazioni né sui pagamenti né in risposta alle richieste di commento.

Di questa condizione, inevitabilmente, hanno risentito sia i valori delle azioni del colosso immobiliare, caduto del 9,1%, che quelli delle controllate, Evergrande Property Services Group e la Evergrande New Energy Vehicle Group, i cui valori sono scesi rispettivamente del 2,7% e del 6,3%.

Questo flop alla borsa di Hong Kong ha spazzato via i guadagni che erano stati raccolti, a partire da dicembre, attraverso i progressi fatti dalla società con la ripresa dei lavori.

Sicuramente per la società sarà difficile riottenere la fiducia del mercato, a maggior ragione perché un gruppo di creditori cinesi ha citato in giudizio la società per 13,2 miliardi di dollari su presunti pagamenti in ritardo.

Infatti, nonostante il default selettivo, la società ha accettato 367 casi con reclami per un totale di 84 miliardi di yuan.

Al momento i creditori si stanno muovendo per portare Evergrande in tribunale in modo che possano essere in una posizione migliore per riavere i loro soldi in caso di ristrutturazione del debito.

Questo processo di richiesta da parte dei creditori era iniziato ormai da tempo, quando la banca centrale aveva criticato la gestione di Evergrande.

Fra i creditori che si trovano a rischio vi sono oltre 40 banche, tra le quali le quattro banche più importanti della Cina, e, cosa più importante, risultano esserci anche delle banche ombre, alle quali la società si era rivolta nel momento in cui lo Stato l'aveva privata del ricorso al debito statale.

Risulta che la Evergrande, così come le sue controllate, abbiano iniziato a rivolgersi alle banche ombra²⁷ per poter accedere ai finanziamenti, i quali però prevedevano anche il pagamento di rendimenti altissimi pari a 73%.

Nonostante tutte le difficoltà però il governatore della Banca Centrale ha dichiarato che “i diritti e gli interessi dei creditori e degli azionisti saranno pienamente rispettati in conformità alla loro anzianità legale”.

2.4 POLITICHE ATTUATE DAL GOVERNO CINESE.

Per poter identificare le opzioni che il Governo cinese aveva a disposizione, bisogna innanzitutto identificare la società in base alla sua caratteristica principale.

La China Evergrande Group, infatti, potrebbe essere identificata come un'istituzione finanziaria di primaria rilevanza, alla quale si accosta l'espressione “*too big to fail*”.

Solitamente questa frase viene usata per far riferimento ai rischi connessi al fallimento di grandi banche e società d'investimento.

Il significato di questa espressione è “troppo grande per fallire” e si riferisce alle aziende che sono considerate di interesse tanto rilevante, da non poter essere abbandonate alla propria sorte, e quindi al fallimento.

²⁷ *Lo shadow banking* è un sistema che opera combinando la raccolta, effettuata attraverso operazioni pronti contro termine a scadenza molto breve, con investimenti in titoli di finanza strutturata e no.

Gli intermediari che operano in questo sistema sono società indipendenti oppure succursali o controllate di istituzioni finanziarie e bancarie, le quali non sono soggette alla vigilanza bancaria poiché la raccolta non avviene tramite depositi.

A protezione del rischio che l'intermediario non sia in grado di rispettare l'impegno successivo al riacquisto viene previsto un abbattimento del valore iniziale del titolo che si ritiene possa assorbire le eventuali minusvalenze.

A favore dell'intermediario invece vi è il fatto che utilizzando operazioni di pronti contro termine essi possono ottenere dei buoni rendimenti e inoltre sono garantiti dai titoli da loro acquistati temporaneamente, che possono usare come garanzia.

Solitamente, quando si tratta di questo genere di aziende, le autorità di regolamentazione sono riluttanti a lasciare che queste falliscano e che determinino gravi perdite per i loro creditori, con il rischio che possano innescare una crisi finanziaria.

Quando si parla di società troppo grandi per fallire, le conseguenze di un loro fallimento sarebbero talmente gravi da rendere necessario l'intervento dello Stato, attraverso l'erogazione di sussidi pubblici.

Le opzioni che si possono vagliare per provare a ridurre questo problema sono principalmente due: smembrare le *Systemically Important Financial Institutions* (SIFI), oppure innalzare i requisiti patrimoniali minimi obbligatori.

Nel primo caso la soluzione prevede di risolvere il problema assicurandosi che nessuna istituzione raggiunga una grandezza tale da poter causare un collasso dell'intero sistema finanziario.

Per ridimensionare le aziende di grandi dimensioni, è necessario che quest'ultime smembrino le loro diverse attività in modo di crearne di più piccole e coese.

In alternativa, si può specificare che a nessuna istituzione è concesso detenere attività al di sopra del limite massimo prestabilito.

La seconda opzione prevede l'innalzamento dei requisiti patrimoniali minimi obbligatori, in modo tale da ridurre il *risk taking*.

In tale circostanza, aumentando la quota di capitale proprio che viene utilizzato, le società avranno maggiori interessi a ridurre il loro azzardo morale per evitare di perdere ingenti quantità di denaro, e inoltre disporranno di un cuscinetto di protezione da poter utilizzare durante i periodi avversi.

Il quesito che in molti si sono posti a seguito delle difficoltà di Evergrande, e a seguito anche della titubanza dello Stato nell'intervenire per il salvataggio, è se con il suo fallimento potesse venir meno l'assunto che esistano delle imprese "troppo grandi" per lasciarle fallire.

In diversi hanno provato ad ipotizzare come, e se, il Governo cinese sarebbe intervenuto nel salvataggio del colosso immobiliare e quali ne sarebbero state le conseguenze.

Alcuni di questi, come Roy Diao, *head of asian fixed income* alla Schroders plc, riteneva che fosse prevedibile un intervento del governo in termini di facilitazione, per mantenere l'ordine durante la ristrutturazione del debito o anche in un potenziale scenario di default.

In questo senso, il Governo cinese ha centralizzato le cause contro Evergrande in tribunale, nel tentativo di ridurre le interazioni operative e ha inoltre coordinato la negoziazione degli stakeholder per riprendere i lavori di alcuni progetti immobiliari.

Di un parere simile era un altro dipendente di Schroders plc, Tom Wilson, head of emerging market equities, il quale non riteneva plausibile un maxi-intervento di salvataggio da parte dello stato.

Infatti, Wilson ipotizzava piuttosto un tentativo, da parte del Governo, di limitazione delle ricadute economiche, in modo da salvare alcuni creditori.

Per riuscire a limitare le perdite, probabilmente, il Governo opterà per l'intervento di altre imprese statali o semi statali, le quali si inseriranno per la conclusione degli appartamenti che erano stati venduti in prevendita dal colosso.

Per quanto riguarda le banche, invece, inizialmente queste potranno risentire della svalutazione dei propri prestiti, ma nel lungo periodo, le perdite dovrebbero essere limitate.

Data la sua ipotesi, Wilson non ritiene che il fallimento di Evergrande determini un effetto contagio catastrofico per l'intera economia, ma piuttosto prevede una ricaduta limitata per l'economia reale in altri mercati emergenti e globali.

Infatti, a seguito delle difficoltà della società immobiliare, sul mercato si sono notate, nel breve periodo, delle variazioni sugli spread del debito high yield asiatico e globale, ma gli effetti nel lungo periodo potrebbero essere una variazione dei prezzi delle materie prime.

Vi sono, invece, altri economisti che sono di opinioni totalmente differenti rispetto a quelle appena esposte.

Il primo è Robin Parbrook, *asian equities fund manager* della Schroders plc, il quale ipotizzava, con elevata probabilità, un intervento del Governo cinese, in quanto il default del colosso era stato previsto molto prima della sua effettiva venuta, e quindi Pechino aveva avuto tutto il tempo per prepararsi a contrastarlo.

Di opinioni concordi era anche David Rees, *senior emerging markets economist* alla Schroders plc, il quale riteneva che il Governo sarebbe potuto intervenire per evitare un calo dei prezzi degli immobili, che a sua volta avrebbe causato l'esaurimento delle prevendite di nuovi progetti, inasprando le tensioni del settore immobiliare.

In entrambi i casi, comunque, gli economisti ritengono che un intervento del governo non possa limitare completamente le ripercussioni di questa grave crisi, a seguito della quale risulteranno comunque conseguenze per tutti i creditori, con ripercussioni sull'economia reale.

L'ipotesi più plausibile, nel caso in cui il settore immobiliare dovesse indebolirsi ulteriormente, è il presentarsi di un calo della domanda di materie prime, che potrebbe coinvolgere anche

l'economia del Brasile, Cile e Sudafrica, le quali sono più a contatto con la Cina, per quanto riguarda il livello di esportazioni.

Indipendentemente dall'opinione pubblica, le prospettive vagliabili per il Governo cinese inizialmente erano due: il salvataggio o meno della società.

La prima opzione, il salvataggio della società, determinava due scenari; da una parte il salvataggio del colosso avrebbe evitato diverse turbolenze sociali, ed economiche, che sarebbero potute scaturire da un ipotetico fallimento, dall'altra parte invece avrebbe interrotto la linea rigida, che era stata introdotta con la normativa delle Tre Linee Rosse, il cui obiettivo era la riduzione della speculazione.

Era certo che, con almeno 5 milioni di case da consegnare, che erano già state pagate e il collocamento di 6 miliardi di dollari in prodotti di gestione patrimoniale ad alto rendimento a circa 80000 investitori retail, inclusi i propri dipendenti, il fallimento della società e quindi la conseguente inadempienza, avrebbero generato non solo dissensi a causa delle perdite economiche, ma avrebbe potuto causare anche degli squilibri sociali.

Ad intimorire, in caso di fallimento, sarebbe anche il probabile effetto domino del settore immobiliare cinese, e dell'intera economia.

Infatti, Evergrande ha venduto oltre 100 miliardi di dollari di proprietà in un anno e il suo default potrebbe trascinare con sé anche buona parte del settore immobiliare, ovvero tutte quelle società che partecipano alla catena di approvvigionamento dell'azienda, aumentando i crediti inesigibili.

Oltre alle conseguenze economiche che il fallimento della società cinese comporterebbe, bisogna anche considerare le implicazioni sociali che questo evento potrebbe avere.

Il dissenso generato dalla mancata consegna degli appartamenti, e le ingenti perdite che gli investitori subiranno, potrebbero innescare degli eventi destabilizzanti per la Cina intera.

La seconda ipotesi prevedeva il fallimento di Evergrande.

In questo caso il Governo avrebbe evitato di creare un costoso precedente, che si trova fortemente in contrasto con la politica interna di "prospettiva comune", che si stava sviluppando in Cina, il cui presupposto era la redistribuzione della ricchezza.

Infatti, il Governo aveva già comunicato all'intero settore immobiliare che avrebbero dovuto cominciare ad operare in maniera più sana e diligente, senza basare completamente il loro modello di business sul sistema di debito e su un eventuale salvataggio da parte dello Stato.

Prima dell'effettivo fallimento, vi furono altre dichiarazioni che portavano a pensare che alla fine lo Stato non sarebbe accorso in aiuto della società cinese.

Infatti, anche la piattaforma Bloomberg, aveva dichiarato che i regolatori finanziari cinesi avevano emesso una serie di istruzioni per Evergrande, con le quali richiedevano alla società di concentrarsi sul completamento delle proprietà non ancora concluse e sul rimborso dei singoli investitori, tutto ciò per evitare un'insolvenza a breve termine sulle obbligazioni in dollari.

A perorare questa tesi vi era anche il Wall Street Journal, secondo il quale Pechino aveva già avvertito tutti i funzionari locali delle possibili perturbazioni causate dal fallimento del colosso. Il fatto che il Governo cinese si stesse già preparando per un ipotetico fallimento è stato sottolineato anche dal fatto che la Fitch Rating aveva già previsto un rallentamento dell'economia, tagliando le stime per la crescita sul Pil della Cina, al 8,1% dal precedente 8,4%, rilevando che il principale fattore frenante era stato un rallentamento del settore immobiliare. Tutte queste condizioni portavano a pensare più al fallimento della società che a un salvataggio.

Ovviamente, alla fine, la priorità per il Governo era quella di perseguire il proprio obiettivo di "risanamento" del settore, iniziato con le Tre Linee Rosse.

Per questa motivazione il salvataggio della società immobiliare più indebitata del mondo avrebbe mandato un messaggio sbagliato all'intero settore, corrompendo la disciplina che il Governo sperava di imporre attraverso la normativa stessa.

Infatti, la Evergrande è stata la prima grande vittima di questa normativa introdotta da Pechino.

Nonostante, il Governo non volesse intervenire direttamente con un salvataggio statale, voleva anche evitare un crollo incontrollato per preservare la stabilità sociale e la "prospettiva comune".

Per attuare questo processo di tutela sono stati inseriti una serie di provvedimenti in sequenza coordinati con l'evolversi della crisi, spingendo la società verso una "demolizione controllata".

La prima iniziativa introdotta è stata quella della Banca Centrale, di ridurre le riserve obbligatorie di denaro, al fine di aumentare la liquidità nel mercato.

Questo provvedimento è stato inserito per evitare lo sviluppo di un ipotetico “*credit crunch*”²⁸. L’iniezione generale di denaro è pari a 460 miliardi di yuan netti, che sono paragonabili a 71 miliardi di dollari, seguendo la linea attivata per il sostegno del credito, attraverso operazioni *reverse repo*²⁹.

Inoltre, la Banca Centrale cinese ha allentato, già prima del default, la politica monetaria, in modo da arginare l’instabilità finanziaria causata dall’ipotetico fallimento.

In aggiunta, la People’s Bank of China ha abbassato i limiti sulle riserve bancarie dello 0,5% all’8,4% delle passività ammissibili, in modo da iniettare nel sistema bancario un’ingente quantità di liquidità.

Per tutelare i piccoli investitori e i proprietari delle case, inoltre, il Ministero dell’edilizia abitativa e quello dello sviluppo urbano-rurale hanno incaricato le loro filiali locali di inserire i fondi per i progetti immobiliari speciali in specifici conti di garanzia, noti come “*escrow accounts*”³⁰, nei quali il denaro viene depositato nel conto di una terza parte neutrale, fino all’adempimento delle clausole contrattuali.

Si può affermare quindi, che per diverse ragioni, lo Stato cinese non aveva intenzione di intervenire in un salvataggio diretto di un’azienda ormai troppo indebitata e indisciplinata, ma essendo venuto a conoscenza della situazione problematica della società, prima che il default

²⁸ Il termine *credit crunch* fa riferimento ad una restrizione dell’offerta di credito da parte degli intermediari finanziari, e in modo particolare delle banche, nei confronti dei cittadini e delle imprese, in presenza di una potenziale domanda di finanziamenti insoddisfatta.

Le manifestazioni di questo evento sono, principalmente, il rifiuto di concessione del credito, l’aumento dei tassi di interesse e delle condizioni applicati, oppure attraverso l’inasprimento dei criteri di valutazione del merito creditizio. Le cause di questa condizione possono essere molteplici, come ad esempio la carenza di liquidità da parte dei potenziali concedenti, delle scelte strategiche, interventi di natura monetaria da parte delle autorità o una diffusa mancanza di fiducia nei mercati.

La conseguenza principale del *credit crunch*, quando viene attuato nei confronti delle imprese, è la riduzione del flusso di finanziamento ai settori produttivi, che determinano a loro volta un calo degli investimenti e quindi della crescita economica.

²⁹ le operazioni di *reverse repo* sono dei contratti pronti contro termine attraverso i quali la Banca Centrale assorbe liquidità.

Questa operazione prevede la cessione a pronti dei titoli detenuti nel proprio portafoglio e si impegna, contestualmente, al riacquisto a una data futura e a un prezzo prestabilito degli stessi, comprensivo di un tasso di remunerazione.

Questo tipo di operazione viene effettuato per modificare le riserve presenti nel sistema bancario, ma questo non avviene nel caso in cui l’operazione avvenga tra due controparti di mercato; infatti, in questo caso, la base monetaria rimane invariata.

³⁰ Un “*escrow account*”, o conto di deposito a garanzia, è un conto di risparmio.

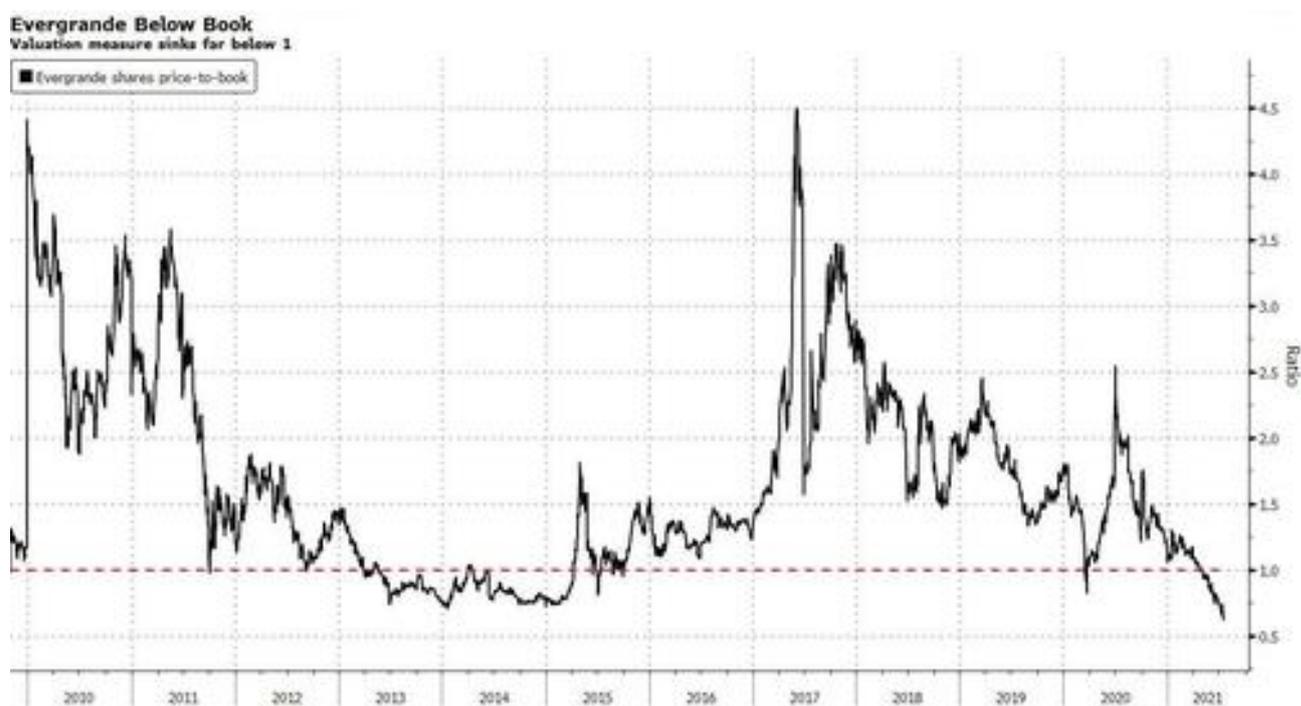
Il termine *escrow* è di origine anglosassone e individua un accordo scritto fra due soggetti in forza del quale l’oggetto del contratto viene depositato presso una terza parte a titolo di garanzia, e viene poi successivamente rilasciato all’avveramento di determinate condizioni che vengono stabilite, dalle parti, durante la stipula del contratto.

Gli oggetti del contratto possono essere molteplici, come delle somme di denaro oppure titoli di proprietà.

fosse imminente, ha avuto modo di coordinare le proprie azioni con le altre istituzioni, in modo da prevenire e in qualche modo tentare di arginare una catastrofica reazione a catena.

2.5 ANALISI DELL'ANDAMENTO DEL TITOLO AZIONARIO DI EVERGRANDE E RIPERCUSSIONI SULL'INDICE AZIONARIO

La China Evergrande Group si è quotata per la prima volta nella borsa di Hong Kong nel 2009, attraverso una IPO, ovvero un'Offerta Pubblica Iniziale.



³¹Figura n.5-Evergrande shares price-to-book

Fonte: Bloomberg

Analizzando l'andamento del valore del titolo di Evergrande, durante tutti gli anni in cui la società è stata quotata, il titolo ha riscontrato un trend oscillante.

Come si può notare da grafico sovrastante (Fig.5), in due diversi anni il titolo ha registrato degli incrementi significativi di valore.

Entrambi i picchi riscontrati dal grafico possono essere principalmente riferiti a delle "quotazioni backdoor" che la società immobiliare aveva messo in atto per reperire liquidità. Gli

³¹ Grafico disponibile al sito: <https://www.zerohedge.com/markets/evergrande-stock-sinks-below-liquidation-level>

elenchi Backdoor si verificano a seguito di una fusione o di un'acquisizione di una società da parte di un'altra.

La caratteristica distintiva di questa procedura è che una delle due società sarà quotata in borsa, mentre l'altra no.

Questo processo viene effettuato infatti in quanto permette ad entrambe le società di essere quotate, permettendo alla società che non era quotata di semplificare il processo di quotazione. L'obiettivo di questo tipo di pratica è quello di aumentare la presenza dell'azienda nello scambio, apparendo sul mercato come due entità o come una unica appena combinata.

Il primo aumento di valore si è verificato in seguito alla quotazione in Borsa come IPO, nel 2009.

Questo successo si può riferire, oltre alla strategia di backdoor, anche ad altri eventi.

In particolare, la fortuna di Evergrande, verificatasi a seguito di una grave crisi globale, può essere spiegata dal fatto che la Cina non era stata colpita in modo particolare dalla crisi del 2008.

Inoltre, la politica economica cinese in quegli anni prevedeva un'ingente quantità di investimenti in diversi settori dell'economia, soprattutto nell'immobiliare.

Questi fattori avevano permesso lo sviluppo di un boom immobiliare, del quale Evergrande era una delle fautrici.

Un altro picco del valore delle quotazioni di Evergrande si è manifestato nel 2017, quando le azioni della società immobiliare avevano quasi triplicato il proprio valore, crescendo del 500%. Questo aumento è stato determinato da una quotazione backdoor, per il quale la Shenzhen Real Estate aveva deciso di acquistare il 100% della partecipazione in Hengda Real Estate.

A seguito di questa mossa, la società aveva dichiarato che sarebbe riuscita ad ottenere 30 milioni di yuan, ovvero 4.3 milioni di dollari, da otto nuovi investitori i quali facevano parte della lista backdoor di Shenzhen.

Questa strategia era stata attuata per permettere a società cinesi quotate offshore di quotarsi nei mercati domestici di Shanghai e Shenzhen, in modo da ottenere anche delle valutazioni migliori, grazie alla notorietà dei loro nomi verso gli investitori locali. Il vantaggio per Evergrande era che in questo modo poteva accedere a nuove forme di finanziamento.

In seguito a questo grande successo il titolo di Evergrande è stato quotato anche nella maggior parte delle Borse asiatiche.

Oltre a questi periodi di prosperità, però, la Evergrande Group ha subito anche delle consistenti riduzioni del valore delle proprie azioni.

In modo particolare tra il 2013 e il 2015 il valore delle azioni della società era sceso considerevolmente, raggiungendo anche valori negativi.

Le cause di questa condizione possono essere ricercate nell'aumento considerevole del debito della società, nel periodo osservato.

La società è poi riuscita a superare questo momento di difficoltà coordinando la prospettiva di valutazione più alta, conferita dalla quotazione backdoor delle attività di Hengda, il riacquisto di azioni proprie per combattere i venditori allo scoperto e il fortunato consolidamento del settore immobiliare cinese.

Oltre a questo triennio di difficoltà il periodo più buio per quanto riguarda il valore delle azioni di Evergrande è sicuramente quello riscontrato nel 2021.



³²Figura n.6- Grafico titolo Evergrande Fonte: Tradingview

In questo anno, infatti, i titoli, oltre ad essere stati più volte sospesi dalle contrattazioni, hanno anche subito una perdita pari al 90% del proprio valore, rispetto al massimo mai raggiunto.

Il grafico soprariportato (Fig.6) evidenzia il declino del valore del titolo, la cui riduzione ha comportato anche delle conseguenze sia sul mercato Orientale, per quanto riguarda l'indice di Hong Kong, l'Hang Seng, che sui mercati Occidentali.

³² Grafico disponibile al sito: <https://www.confinvest.it/2021/09/24/evergrande-ed-il-possibile-default-una-nuova-lehman-brothers/>

I titoli della Evergrande sono stati quotati nella Borsa di Hong Kong, la seconda Borsa della Cina, dopo quella di Shanghai.

L'indice azionario di questo mercato è l'Hang Seng e il paniere di cui il titolo fa parte è caratterizzato da alti livelli di volatilità.

L'indice azionario, conosciuto anche come *stock indices*, sintetizza il valore di un paniere di azioni e le sue variazioni nel tempo, viene calcolato attraverso la media ponderata dei prezzi dei titoli che vengono compresi nel portafoglio e viene utilizzato per misurare l'andamento dell'economia.

I titoli di Evergrande, essendo inseriti all'interno del paniere con il quale viene calcolato l'indice azionario, hanno inevitabilmente condizionato il valore di quest'indice, sia positivamente, che negativamente.

A seguito delle difficoltà riscontrate dalla società immobiliare, l'indice di mercato cinese ha subito una serie di riduzioni, ma insieme ad esso vi furono altri indici che risentirono di questo periodo di crisi.

Questa connessione tra i diversi indici è determinata dalla relazione finanziaria che la Evergrande aveva con una pluralità di società che operano in ambiti differenti in tutti il mondo. La relazione tra gli indici delle diverse Borse può essere spiegata anche considerando l'influenza che le Borse asiatiche hanno su quelle europee.

Infatti, a causa del fuso orario, alcune borse asiatiche chiudono prima dell'apertura di quelle europee, e questa condizione fa sì che le borse d'Europa siano condizionate dall'andamento di quelle asiatiche.

Questa relazione ha fatto sì che venissero colpite dalla crisi anche, e non solo, le Borse di Londra, Milano, Parigi, Francoforte e Madrid, fino ad arrivare a Wall Street.

Indipendentemente dalla correlazione che le lega i diversi mercati azionari, sono state le borse valori asiatiche di Hong Kong, Shanghai e Shenzhen quelle che hanno registrato le perdite maggiori, manifestando delle brevi fasi di volatilità elevata, con un aumento dello spread dei titoli *high yield* cinesi, rispetto ai titoli sovrani, da 1400 punti base a 2400.

L'effetto che si è manifestato sulle Borse europee è stato invece un inevitabile riduzione di alcuni dei principali indici, ma una volatilità molto più contenuta.

Gli effetti della crisi sugli indici azionari si sono presentati già a partire dalla prime difficoltà di Evergrande, a settembre 2021.

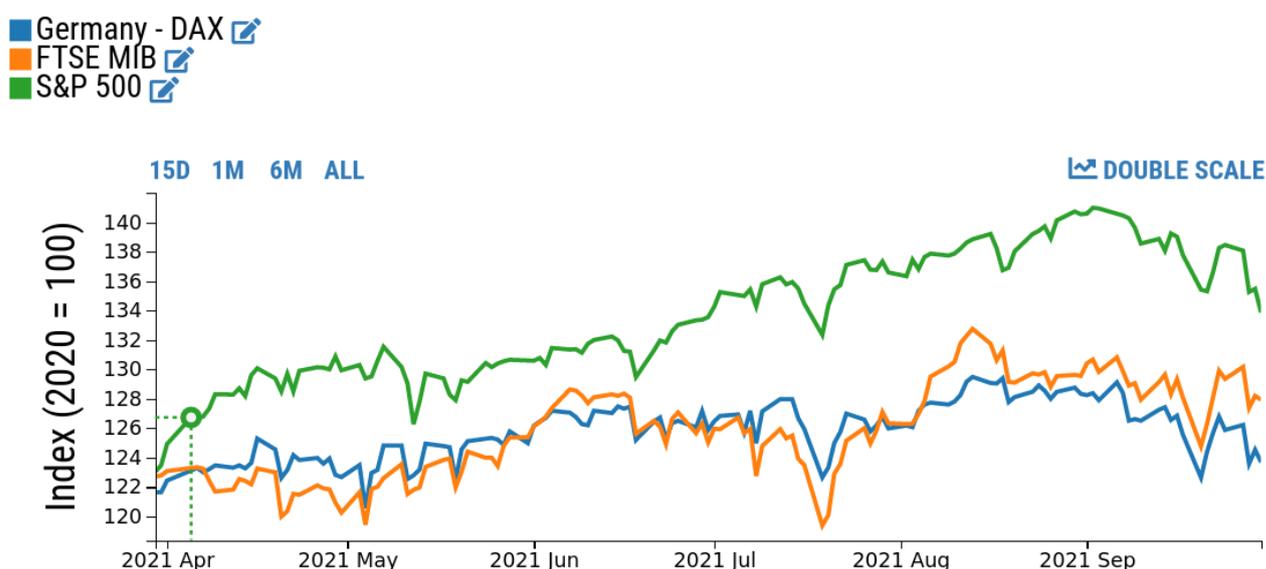
Infatti, già quando vi era solo la possibilità che la società potesse fallire, i valori degli indici, così come il prezzo delle azioni di Evergrande, hanno cominciato a diminuire drasticamente.

La paura principale era che una gran quantità di investitori si mettesse a vendere i proprio bond per riuscire a compensare le perdite.

Gli indici, così come il valore dei titoli, hanno cominciato a variare, modificandosi di giorno in giorno, adattandosi alle condizioni della società immobiliare.

Il 20 settembre 2021, quando era trapelata la notizia dell'incapacità di Evergrande di ripagare le cedole in scadenza, le ripercussioni sulle Borse internazionali sono state considerevoli, con un calo dell'1,7% di S&P 500, una riduzione di 2,6% di FTSE italiano e del 2,3% del Dax di Francoforte.

Soprattutto a Milano, i titoli che hanno risentito di più dell'instabilità della società cinese sono stati quelli delle banche come Bper Banca, Unicredit e Banco Bpm, così come le assicurazioni e il settore automobilistico.



³³Figura n.7- Indici di borsa: Usa S&P 500, FRSE italiano e Dax tedesco

Fonte: DailyDataLab

Per quanto riguarda Wall Street invece l'indice azionario, il Dow Jones, ha subito una perdita pari all'1,78%.

In questo caso il risultato è stato determinato sia dal clima dei mercati globali, sia da alcune problematiche interne, come l'inflazione.

³³ Grafico disponibile al sito: <https://www.exportplanning.com/it/magazine/article/2021/10/01/luci-e-ombre-sulleconomia-cinese/>

Negli ultimi mesi di attività della società, ogni volta che si temeva per un possibile default della società immobiliare, i mercati azionari hanno riscontrato delle perdite sul valore delle azioni di Evergrande, e contestualmente delle riduzioni sugli indici azionari.

Legati ai titoli della società immobiliare, hanno risentito anche tutti gli indici azionari che presentavano, all'interno del proprio paniere, aziende che avevano degli interessi nella solvibilità di Evergrande.

Oltre alle preoccupazioni legate al fallimento hanno determinato delle ripercussioni sugli indici azionari anche le sospensioni del titolo dalla contrattazione, ad ottobre 2021.

In questa circostanza, però, sono state registrate delle perdite solo nelle borse asiatiche, per quanto riguarda l'Hang Seng di Hong Kong (-2,4%) e il Nikkei (-1%), mentre le altre Borse avevano chiuso in positivo.

La riduzione del valore dei titoli di Evergrande, e quindi dei prezzi con i quali questi venivano scambiati, hanno infierito sulla capitalizzazione di mercato della società stessa.

La capitalizzazione di mercato è uno strumento finanziario che viene utilizzato per valutare gli investimenti nel mercato azionario e per calcolare i rischi e i potenziali rendimenti di questo investimento.

Questo strumento è pari al valore totale delle azioni di un'azienda in circolazione sul mercato, e si calcola moltiplicando il numero totale delle azioni della società presenti sul mercato per il prezzo corrente delle azioni.

Così come gli indici azionari, durante tutti gli anni in cui i titoli della società immobiliare sono stati quotati in borsa, anche la capitalizzazione si è modificata seguendo l'andamento dei prezzi dei titoli.

A gennaio 2022 le azioni in circolazione per la Evergrande risultano essere pari a 13.204.300.900 con una capitalizzazione pari a 21,52 miliardi HKD; mentre in seguito al successo riscontrato nel 2017 la capitalizzazione aveva raggiunto un massimo di 51.

L'importanza della capitalizzazione di una società risiede nel fatto che, più questo valore è alto, maggiore sarà la fiducia che il pubblico ripone nel titolo stesso.

Per determinare l'influenza che un titolo può avere sull'indice azionario nel quale è stato quotato, è necessario calcolare la capitalizzazione del flottante.

Nel caso di Evergrande, il flottante è pari al 29,5% del capitale sociale, ovvero 3.899.027.165.

La capitalizzazione del flottante tiene conto delle azioni che non possono essere negoziate, in modo da fornire un'immagine più accurata dei movimenti di mercato.

Per calcolare l'influenza che il titolo ha sulla capitalizzazione totale del mercato in cui viene scambiato, bisogna utilizzare le seguenti formule:

- *capitalizzazione di mercato* =
prezzo delle azioni \times (*numero azioni in circolazione* – *flottante*)
- *indice ponderato per la capitalizzazione* = $\frac{\text{capitalizzazione di Evergrande}}{\Sigma \text{capitalizzazione di mercato}} \times 100\%$

Data la capitalizzazione della Borsa di Hong Kong, pari a 45 trilioni, e il prezzo delle azioni di Evergrande pari a 1,62 HKD³⁴, l'influenza del titolo sull'indice è di poco superiore allo 0% (0,00000334%).

Considerando che la formula per il calcolo dell'indice ponderato richiede l'utilizzo del prezzo delle azioni al quale queste vengono scambiate, e che il prezzo dei titoli della società immobiliare, in seguito del suo fallimento, sono diminuiti drasticamente, si può comprendere come, rispetto ai 45 trilioni di capitalizzazione di mercato totale della Borsa di Hong Kong, l'influenza dei titoli di Evergrande sul valore generale dell'indice risulti quasi inesistente.

³⁴ Il prezzo corrente del titolo, il numero di azioni in circolazione, il flottante e la capitalizzazione della borsa di Hong Kong fanno tutti riferimento ai dati rilevati al momento in cui è stato scritto l'elaborato.

CONCLUSIONI

Si può quindi affermare che la crisi del China Evergrande Group è stata provocata dalla forte esposizione debitoria maturata dalla società nel corso degli anni.

Come analizzato in precedenza, infatti, l'instabilità è stata determinata da una crisi di liquidità che non ha consentito di rispettare gli impegni previsti dai prestiti obbligazionari emessi, determinando il default.

Le conseguenze di questo fallimento possono essere molteplici stimolando un dibattito su quali potrebbero essere le implicazioni a livello locale e globale.

In risposta a questi interrogativi si può affermare che, tra tutti i creditori di Evergrande, i più esposti al fallimento saranno i clienti che hanno acquistato in prevendita la propria abitazione dalla società, senza vedere mai conclusa l'opera per la quale avevano pagato in anticipo.

In secondo luogo, le categorie che verranno maggiormente colpite saranno i dipendenti, i fornitori, i collaboratori e tutte quelle tipologie di soggetti che negli anni sono entrate in contatto con la società, e che, come creditori dell'azienda, probabilmente non saranno ripagati.

In terzo luogo, il fallimento inficerà anche sul corretto funzionamento dei mercati finanziari, infatti la Evergrande era esposta nei confronti di 171 banche cinesi e 121 istituti finanziari non bancari, oltre ad essere indebitata all'estero per un totale di 20 miliardi di dollari.

Un debito simile impatterà necessariamente sul corretto funzionamento del mercato, in quanto la maggior parte delle banche non rivedrà il proprio credito pagato o quantomeno non totalmente.

Infine, un altro aspetto importante da analizzare riguarda le conseguenze che il fallimento comporterà a livello globale.

La preoccupazione principale è legata al debito offshore della società e contestualmente ad un ipotetico paragone con il fallimento della Lehman Brothers, alla quale la Evergrande è stata più volte paragonata.

Il caso della società cinese però non è paragonabile alla crisi del colosso americano in quanto, innanzitutto, le due società operavano in settori differenti.

A differenza della Lehman Brother, infatti, la Evergrande svolge un'attività che la porta ad essere collegata principalmente a creditori cinesi.

La società americana, infatti, operando nel comparto finanziario, oltre ad emettere derivati, aveva rapporti con una totalità di operatori di gran lunga superiore a quella della società cinese, la quale deve confrontarsi con una maggioranza di investitori istituzionali cinesi.

Inoltre, la composizione del debito del colosso immobiliare evidenzia come la società sia maggiormente esposta nei confronti di clienti e fornitori, piuttosto che verso obbligazionisti, sia onshore che offshore, che hanno acquistato titoli finanziari.

Un altro fattore che differenzia le due società, si basa sulla conformazione dell'economia nelle quali le due operavano, infatti, a differenza di quella americana, che operava in un'economia aperta, quella cinese si ritrovava in un'economia chiusa, la quale quindi aveva pochi scambi con il resto del mondo sia per quanto riguarda i beni e servizi, sia per le attività finanziarie.

Come visto in precedenza, inoltre, nonostante si siano manifestate delle conseguenze a livello mondiale sulle Borse valori, gli indici che hanno subito maggiormente il fallimento della Evergrande sono state senza dubbio quelle asiatiche. A differenza della società cinese, il fallimento di Lehman Brother aveva causato ingenti perdite in tutto il mondo.

Tutti questi fattori fanno pensare che l'impatto del fallimento della società cinese riguarderebbe principalmente la Cina e il suo settore immobiliare.

Le conseguenze del fallimento potrebbero comunque essere catastrofiche per la Cina.

Innanzitutto, il settore immobiliare, di cui Evergrande è uno dei maggiori esponenti, costituisce quasi il 30% del PIL cinese, e inoltre le ripercussioni finanziarie, dovute alla bancarotta, potrebbero innescare un *credit crunch* la cui conseguenza principale sarebbe una riduzione dei prestiti delle banche verso altre società.

La conseguenza generale sarebbe un rallentamento dell'espansione delle altre imprese cinesi, il probabile fallimento di altri istituti in caso di difficoltà e l'inevitabile riduzione della crescita cinese.

BIBLIOGRAFIA

Degasperi G., (1999), *“La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger”*, Alea -Centro di ricerca sui rischi finanziari, Università di Trento.

Filosa R., Marotta G., (2011), *“Stabilità finanziaria e crisi. Il ruolo dei mercati, delle istituzioni e delle regole”* (pp. 1-390), Il Mulino.

Kindleberger C., Aliber R., (1978), *“Manias, Panic, and Crashes: a History of financial crises”*.

Marzano E., (2018), *“Fluttuazioni cicliche e crisi finanziarie. Aspetti metodologici ed evidenze empiriche”*, G. Giappichelli Editore.

Mishkin F., Eakind S., Beccalli E., (2019), *“Istituzioni e mercati finanziari”*, (Nona edizione).

SITOGRAFIA

Amighini A., (2021), *“Evergrande: cronaca di un disastro annunciato”*, lavoceinfo.

<https://www.lavoce.info/archives/89827/evergrande-cronaca-di-un-disastro-annunciato/>

Assoneb, *“crisi bancarie”*, bankpedia.

https://www.bankpedia.org/termine.php?lingua=it&c_id=19607-crisi-bancaria

Askaneews, (2021) , *“Evergrande, ecco come è nata la crisi che fa tremare i mercati”*.

https://www.askaneews.it/economia-estera/2021/09/22/evergrande-ecco-come-%c3%a8-nata-la-crisi-che-fa-tremare-i-mercato-pn_20210922_00027/

Avionews, (2021), *“Aviazione. Tribunale Cina ufficializza bancarotta HNA”*.

<https://www.avionews.it/item/1234837-aviazione-tribunale-cina-ufficializza-bancarotta-hna.html>

Bagliano F.C., Marini G., (1993) *“Monetarismo”*, App. IV, II, p.499, Enciclopedia Italiana.

https://www.treccani.it/enciclopedia/monetarismo_%28Enciclopedia-Italiana%29/

Banca d'Italia, (2021), *“Rapporto sulla stabilità finanziaria”*, n. 2 pg.8.

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2021-2/RSF_2-2021.pdf

Belardelli G., (2021), “*La Cina sta cambiando. Economia verso un rallentamento strutturale.*”, Huffpost.

https://www.huffingtonpost.it/entry/cina-dati-economici_it_616d59cee4b079111a4c4b24

Bloomberg market and finance, (2021), “*Bloomberg special. The Evergrande effect*”.

<https://www.youtube.com/watch?v=6pqpQ3v7erw>

Bloomberg quint, (2017), “*Hottest Asia stock Evergrande fuels 500% rally with stake sale*”.

<https://www.bloombergquint.com/business/china-evergrande-surges-after-selling-9-billion-stake-in-unit>

Borrelli L., (2012), “*Default selettivo*”, Goleminformazione.

<https://www.goleminformazione.it/default-selettivo/>

Borsa Italiana, “*Glossario finanziario. Teoria di Dow*”.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/teoria-di-dow.html>

Borsa Italiana, “*Glossario Finanziario. Indice Azionario*”.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/indice-azionario.html>

Calcio e Finanza, (2021) , “*Evergrande in crisi: chiesto il sostegno del Governo*”.

<https://www.calcioefinanza.it/2021/12/03/evergrande-crisi-chiesto-il-sostegno-del-governo/>

Canale R.R., (2019),” *Bilancia dei pagamenti squilibri nell’eurozona. Cosa occorrerebbe fase*”.

<https://www.economiaepolitica.it/2019-anno-11-n-18-sem-2/bilancia-dei-pagamenti/>

Carano A., (2021) “*Evergrande: la Cina allo specchio*”, l’universitario.

<https://www.luniversitario.it/2021/12/02/evergrande-la-cina-allo-specchio/>

Cerasi A., (2021), “*Evergrande. Storia di un fallimento controllato*”, Trend Online.

<https://www.trend-online.com/opinioni/evergrande-immobiliare-fallimento/>

Chan S., (2021), “*Mercato immobiliare cinese, l’azione del Governo scongiura una crisi sistemica*”, Lamiafinanza.

<https://www.lamiafinanza.it/2021/09/mercato-immobiliare-cinese-lazione-del-governo-scongiura-una-crisi-sistemica/>

Chen J., (2021), “*Hang Seng index*”, Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/h/hangseng.asp>

Cuscito G., (2021), “*Per la Cina e per sé stesso, il Partito non può ignorare Evergrande*”, limesonline.

<https://www.limesonline.com/rubrica/evergrande-cina-finanza-partito-xi>

Del Sorbo D., (2018), “*Deposito a garanzia: gli escrow accounts*”, mglobale.

<https://www.mglobale.it/altre-tematiche/tutte-le-news/deposito-a-garanzia-escrow-accounts.kl>

Educazione Finanziaria, (2017), “*le maggiori crisi finanziarie nella storia del secolo scorso, cosa ci hanno insegnato?*”.

<https://www.educazionefinanziaria.com/macroeconomia/maggiori-crisi-finanziarie-nella-storia/>

Faia E., (2012), “*crisi finanziaria*”, Dizionario di economia e finanza, Treccani.https://www.treccani.it/enciclopedia/crisi-finanziaria_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

Familybanker, (2021), “*Crisi Evergrande può far paura, ma non è Lehman Brothers*”.

<https://www.familybanker.it/blog/crisi-evergrande-non-e-lehman-brothers>

Fatiguso R., (2021), “*Crolla il titolo Evergrande (-11%), dopo flop vendita della divisione servizi*”, ilsole24ore mondo.

<https://www.ilsole24ore.com/art/crolla-titolo-evergrande-11percento-flop-vendita-divisione-servizi-AE9nySr>

Fatiguso R., (2021), “*Cina, il crollo del titolo Evergrande contagia il settore immobiliare*”, ilsole24ore mondo.

<https://www.ilsole24ore.com/art/il-profondo-rosso-titoli-evergrande-1811percento-contagia-real-estate-AEJLo0j>

Ferrari M., (2019), “*Accordi di ristrutturazione dei debiti*”, altalex.

<https://www.altalex.com/documents/altalexpedia/2019/04/02/accordi-di-ristrutturazione-dei-debiti>

Fondopriamo, (2021), “*In cosa consiste la capitalizzazione di mercato*”.

<http://www.fondopriamo.it/blog/priamo/capitalizzazione-mercato>

Fontana A., Arcudi S., (2021), “*La paura del crac Evergrande scuote le Borse. Per Milano (-2,6%) è la seconda peggiore seduta del 2021*”, ilsole24ore finanza.

<https://www.ilsole24ore.com/art/caos-evergrande-e-attesa-le-banche-centrali-mandano-ko-borse-europee-AerDEej>

Ge Y., (2017), “*Evergrande to raise 30 billion yuan for Shenzhen Backdoor listing*”, Caixin global.

<https://www.caixinglobal.com/2017-01-04/evergrande-to-raise-30-billion-yuan-for-shenzhen-backdoor-listing-101033300.html>

Geraci M., (2021), “*Caso Evergrande. No al default ma pagheranno azionisti e fondi*”, MilanoFinanza.

<https://www.milanofinanza.it/news/caso-evergrande-no-al-default-ma-pagheranno-azionisti-e-fondi-202109271356208631>

Gerosa F., (2021), “*La fiducia del mercato in Evergrande è sempre più debole, -9% dopo nuovi mancati pagamenti di cedole*”, Milanofinanza.

<https://www.milanofinanza.it/news/la-fiducia-del-mercato-in-evergrande-e-sempre-piu-debole-9-dopo-nuovi-mancati-pagamenti-di-cedole-202112301108138455>

Graham K., (2021), “*What is an Escrow Account?. Definition and Facts.*”, quickenloans.

<https://www.quickenloans.com/learn/escrow-explained>

HuffPost, (2021) “*Evergrande affonda alla Borsa di Hong Kong sotto il peso dei debiti*”.

https://www.huffingtonpost.it/entry/evergrande-affonda-alla-borsa-di-hong-kong-sotto-il-peso-dei-debiti_it_61adb80de4b0451e5517aa86

Il Messaggero, (2021), “*Evergrande, per Fitch è default. Scaduto periodo di grazia su mancato pagamento cedole*”.

https://www.ilmessaggero.it/economia/news/evergrande_per_fitch_e_default_scaduto_periodo_di_grazia_su_mancato_pagamento_cedole-6373043.html

L'economia, (2021), “*Evergrande, crisi nera: non paga cedole per 82,5 milioni. Lo spettro del fallimento*”, corriere della sera.

https://www.corriere.it/economia/finanza/21_dicembre_07/evergrande-crisi-nera-non-paga-cedole-825-milioni-spettro-fallimento-5c044418-5767-11ec-a930-bf44d710576f.shtml

Lewis C., (2020), “*Cosa causa una crisi valutaria?*”, Daily Forex.

<https://it.dailyforex.com/forex-articles/2018/09/cosa-causa-una-crisi-valutaria-20-settembre-2018/103227>

Living Economy Advisor, “*Cos'è l'indice ponderato in base alla capitalizzazione*”

<https://it.livingeconomyadvisors.com/1346-what-is-the-capitalization-weighted-index>

Lupis M., (2021) “*Crac Evergrande in Cina: da crollo a demolizione controllata?*”, Huffingtonpost.

https://www.huffingtonpost.it/entry/crac-evergrande-in-cina-da-crollo-a-demolizione-controllata_it_614de38de4b03dd7280a7d8b

Marketscreener, (2021), “*quotazioni azioni China Evergrande Group*”.

<https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/CHINA-EVERGRANDE-GROUP-6171025/societa/>

Nasdaq, (2021) ,“*market activity stocks*”.

<https://www.nasdaq.com/it/market-activity/stocks/egrnf>

Netingbag, “*Che cos'è un elenco Backdoor?*”.

<https://www.netinbag.com/it/business/what-is-a-backdoor-listing.html>

Odinzov P., (2019), “*Evergrande, un gigante elettrico*”, laautomobile.

<https://www.lautomobile.aci.it/articoli/2019/11/19/evergrande-un-gigante-elettrico.html>

Paolucci M., (2021), “*Evergrande: la bolla immobiliare cinese sta per scoppiare?*”, AdviseOnly.

<https://www.adviseonly.com/economia-e-mercati/economia-politice-e-societa/evergrande-la-bolla-immobiliare-cinese-sta-per-scoppiare/>

Perini L., (2021), “*Evergrande: la holding dell'edilizia cinese che fa tremare il mondo*”, Financecue.

<https://financecue.it/evergrande-holding-edilizia-cinese-fa-tremare-mondo-mercato-immobiliare/30986/>

Provenzani F., (2017), “*La Teoria di Dow. I 6 principi sui trend del mercato*”. Money.it.

<https://www.money.it/La-Teoria-di-Dow-i-6-principi-sui-trend-del-mercato>

Redazione AdviseOnly, (2019), “*Financial Brief, cos'è una crisi finanziaria?*”.

<https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/finanza-personale/financial-brief-cose-una-crisi-finanziaria/>

Regis M., (2021), “*Fitch mette Evergrande e Kaisa in default selettivo. Timori sull'immobiliare cinese*”, Huffpost.

https://www.huffingtonpost.it/entry/fitch-mette-evergrande-e-kaisa-in-default-selettivo-timori-sullimmobiliare-cinese_it_61b320cbe4b04ae319fd8724

Ren S., (2016), “*Evergrande soars 8% on asset spin-off backdoor listing in China*”, Barron's.

https://www.treccani.it/enciclopedia/shadow-banking_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

Treccani, (2021), “*Credit crunch*”, Dizionario di Economia e Finanza.

[https://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

Treccani, (2012), “*too big to fail*”, Dizionario di Economia e Finanza.

https://www.treccani.it/enciclopedia/too-big-to-fail_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

Tso E., (2021), “*L’immobiliare cinese con le Tre linee rosse*”, monitorimmobiliare.

https://www.monitorimmobiliare.it/l-immobiliare-cinese-con-le-tre-linee-rosse_20214291017

Wikipedia, (2021) “*La Teoria di Dow*”. https://it.wikipedia.org/wiki/Teoria_di_Dow

Wikipedia, (2021), “*Guangzhou Zuqiu julebu*”.
https://it.wikipedia.org/wiki/Guangzhou_Zuqiu_Julebu

Wikipedia, (2021), “*Lehman Brothers*”.

https://it.wikipedia.org/wiki/Lehman_Brothers

Wikipedia, (2021), “*HNA Group*”.

https://it.wikipedia.org/wiki/HNA_Group

Wikiwand, “*Evergrande Group*”. https://www.wikiwand.com/it/Evergrande_Group,

RINGRAZIAMENTI

Innanzitutto, vorrei iniziare ringraziando il Professore Boido Claudio perché, oltre ad avermi ispirato durante il suo corso di laurea, si è dimostrato, nel periodo di stesura della tesi, sempre molto disponibile e cordiale.

L'università combinata con la mia esperienza di vita legata alla pallavolo mi hanno permesso di maturare sia accademicamente che personalmente.

Quando ho cominciato il mio percorso universitario ero ancora una bambina che non si rendeva conto del mondo all'interno del quale era appena entrata, adesso, alla mia laurea, posso dire di essere orgogliosa della persona che sono diventata.

Sicuramente durante il percorso ho commesso qualche sbaglio, ma quegli errori sono gli stessi che mi hanno permesso oggi di capire quali sono le cose e le persone importanti alle quali prestare attenzione, e quali obiettivi prefissarmi per raggiungere ciò che voglio nella vita.

Durante questo percorso ho capito chi voglio essere e cosa voglio fare nella vita, ma tutto questo non sarebbe stato possibile senza le persone che mi sono state a fianco dall'inizio e che oggi voglio ringraziare.

Vorrei ringraziare i miei amici e il mio fidanzato in quanto durante tutti questi anni mi hanno sostenuto e supportato, aiutandomi nei momenti di difficoltà.

Purtroppo, e per fortuna mi sono sempre paragonata alle persone care che mi circondano, cercando di capire quali fossero le differenze e quali le affinità, al fine di carpire da ognuno i propri pregi per provare a farli miei.

Nel vostro caso questa mia caratteristica è stata una fortuna e probabilmente molti di voi non sanno neanche quanto siano stati fondamentali, ma ogni vostro successo mi spronava a fare sempre meglio, a puntare l'asticella sempre più in alto.

Vorrei ringraziare la mia famiglia, i miei genitori, mio fratello, i nonni, gli zii e i cugini. Ognuno di voi in questi anni mi è stato accanto, aiutandomi, spronandomi e a volte anche rimproverandomi. Ogni consiglio o critica mi sono serviti per diventare la persona che sono oggi.

In modo particolare vorrei ringraziare mia madre e mio padre che sono stati per me sempre un punto di riferimento e una fonte di ispirazione, e soprattutto perché non hanno mai ostacolato le mie scelte, ed è per questo che sinceramente vi ringrazio.

Spero siate orgogliosi di me almeno la metà di quanto lo sono io di voi.

Infine, vorrei ringraziare mio fratello Lorenzo, che ha appena cominciato il suo percorso universitario, per augurargli il meglio da questa sua esperienza, sperando che la mia gli sia di aiuto per trovare la sua strada.