

Dipartimento
di Impresa e
Management

Cattedra di Macroeconomia e Politica Economica

LA RECENTE CRISI DEL MERCATO IMMOBILIARE CINESE

Relatore
Prof.ssa Tatiana Cesaroni

Candidato
Alessandro Romano

Anno accademico 2021/2022

Matr. 263781

<u>INTRODUZIONE.....</u>	<u>6</u>
<u>CAPITOLO 1:</u>	
<u>L'EVOLUZIONE DEL MERCATO IMMOBILIARE CINESE; DAL 1949 AD OGGI</u>	<u>8</u>
1.1 TAPPE DELLO SVILUPPO E POLITICHE ECONOMICHE.....	8
1.1.1 ERA MAOISTA, 1949-1978.....	8
1.1.2 L'ERA DELLE RIFORME E L'APERTURA AD UN MERCATO IMMOBILIARE.....	12
1.1.3 DAL 1994 AL 1997.....	15
1.2 LA CRISI FINANZIARIA DEL 1997.....	16
1.2.1 IL FENOMENO DELLE CITTÀ FANTASMA.....	18
PREMESSA.....	18
<u>CAPITOLO 2:</u>	
<u>IL MERCATO IMMOBILIARE CINESE OGGI.....</u>	<u>22</u>
PREMESSA.....	22
2.1 L'ANDAMENTO DEI PREZZI.....	23
2.2 LE BOLLE IMMOBILIARI NEL MERCATO IMMOBILIARE CINESE.....	26
2.2.1 UNO DEI FATTORI DELLA BOLLA IMMOBILIARE: IL <i>CROWDING OUT EFFECT</i>	29
2.3 IL MERCATO IMMOBILIARE CINESE OGGI E IL SUO IMPATTO SUL PIL DEL PAESE.....	31
<u>CAPITOLO 3:</u>	
<u>LA CADUTA DI UN COLOSSO; IL CASO EVERGRANDE.....</u>	<u>36</u>
PREMESSA.....	36
3.1 LA STORIA DI EVERGRANDE.....	36
3.1.1. COS'È EVERGRANDE OGGI.....	39
3.2 COSA SUCCEDERÀ SE EVERGRANDE FALLISCE?.....	42
3.2.1 UNA NUOVA LEHMAN BROTHERS?.....	42
3.3 CONSIDERAZIONI FINALI.....	44
<u>CONCLUSIONI.....</u>	<u>46</u>
<u>BIBLIOGRAFIA.....</u>	<u>49</u>

<u>SITOGRAFIA.....</u>	<u>51</u>
<u>INDICE TABELLE</u>	<u>54</u>
<u>INDICE FIGURE.....</u>	<u>54</u>
<u>RINGRAZIAMENTI.....</u>	<u>55</u>

ad Adriano.

Introduzione

La Cina, negli ultimi anni, ha vissuto un intenso processo di trasformazione, che le ha permesso di diventare una delle protagoniste dell'economia globale. L'economia cinese sta tutt'oggi vivendo un periodo di forte transizione. Col passare del tempo, grazie anche ad un'apertura sempre più forte verso il mondo occidentale, la Cina ha visto un incremento impressionante degli investimenti dall'estero, sperimentando un miglioramento notevole della qualità della vita e perseguendo importanti traguardi in termini tecnologici ed ingegneristici.

A fronte di ciò, l'obiettivo della tesi è analizzare lo sviluppo del mercato immobiliare cinese, che consegue essere uno dei più importanti e sviluppati al mondo. Le caratteristiche che rendono questo mercato unico nel suo genere sono principalmente due.

La prima è senza dubbio relativa al fatto che la Cina ha vissuto, negli ultimi vent'anni, uno sviluppo urbanistico ed economico senza precedenti.

La seconda fa riferimento al fatto che, nel 2021 la Cina è il Paese più popoloso al mondo, con oltre 1,4 miliardi di abitanti.¹ Nel corso della sua storia, questo paese ha vissuto alcune delle più grandi migrazioni di sempre, che hanno fortemente influenzato lo sviluppo del settore immobiliare. Inoltre, la Cina vive tutt'oggi una situazione politica assai distante da quella occidentale, da cui deriva una percezione totalmente dissimile di mercato e di approccio nei confronti di quest'ultimo.

Proprio per le sopra citate caratteristiche, la questione immobiliare cinese ha destato molta attenzione a livello internazionale, facendo nascere una serie di analisi, articoli, studi e ricerche relativi a quest'ultima.

Al fine di effettuare un'analisi dell'attuale situazione immobiliare in Cina, nella tesi vengono ripercorse le tappe della crescita di questo settore, passando da uno dei più grandi *boom* che questo settore abbia mai vissuto, fino ad arrivare ad una possibile crisi che potrebbe coinvolgere l'economia a livello globale. Questa tesi si propone dunque di esaminare nascita, sviluppo, e crollo del mercato immobiliare cinese, attraverso diverse tappe fondamentali. A tal riguardo vengono descritti e analizzati fenomeni, come quello delle "città fantasma".

Il primo capitolo presenta un'introduzione storica del mercato immobiliare cinese. Partendo dall'era Maoista, caratterizzata da politiche decisamente austere e una strategia volta alla creazione di un apparato industriale *ex novo*, si arriverà alla crisi finanziaria del 1997, dando particolare enfasi alla salita

¹ Twenty Countries With the Largest Population in mid 2021, Published by Aaron O'Neill, Aug 17, 2021.

al potere di Deng Xiaoping e di come la sua apertura verso i mercati internazionali abbia completamente rivoluzionato un paese, dando un impulso senza precedenti al mercato immobiliare residenziale.

Il secondo capitolo presenta un'analisi dei dati e delle caratteristiche che il settore immobiliare presenta oggi. L'esponentiale crescita che il paese ha vissuto negli anni precedenti lascia ben presto spazio ad una situazione stazionaria, con un mercato praticamente saturo ed un andamento dei prezzi decisamente incostante e poco sicuro. All'interno di questo capitolo verrà dato peso ai numeri del comparto immobiliare cinese e di come diversi avvenimenti abbiano, effettivamente, fatto inceppare quello che sembrava un meccanismo perfetto. Verrà analizzato il concetto di "bolla immobiliare" e di come quest'ultima, riferendoci in particolare ad un paese che fa del *real estate*, possa causare scompensi ad un'economia che ha vissuto una crescita inarrestabile.

Infine, si descrive il cosiddetto *crowding out effect* (effetto spiazzamento), e su come un incremento esagerato dei prezzi degli immobili possa portare ad una sopravvalutazione di un intero mercato.

Il terzo capitolo fornisce un'ottica a trecentosessanta gradi di una delle compagnie immobiliari più importanti al mondo; l'Evergrande Group. Questo *case study* propone una analisi di questo colosso proponendo anche un parallelismo tra i numeri e gli indicatori di bilancio del gigante Evergrande, e quelli della Lehman Brothers, società americana il cui fallimento ha dato inizio alla crisi finanziaria del 2008. Difatti, questa somiglianza risulta essere uno dei principali elementi di preoccupazione degli esperti, che temono ripercussioni a livello globale. Questa forte preoccupazione si è infatti concretizzata sull'attuazione, da parte del Partito Comunista Cinese, della *Three Red Lines Policy*, la cui scomposizione ci permetterà di capire a fondo uno dei motivi principali del perché, una società definita come "*Too Big To Fail*" rischia, concretamente, il *default*.

Il capitolo si conclude con una descrizione delle attuali condizioni di indebitamento di Evergrande effettuando ipotesi su cosa potrebbe comportare l'eventuale fallimento di quest'ultima.

CAPITOLO 1: L’Evoluzione del mercato immobiliare cinese; dal 1949 ad oggi

1.1 Tappe dello sviluppo e politiche economiche

1.1.1 Era Maoista, 1949-1978

Le tappe dello sviluppo del fenomeno cinese partono dal 1949. Difatti, prima del 1° Ottobre di quell’anno, quando Mao Zedong proclamò, in cima a Piazza Tienanmen, la nascita della Repubblica Popolare Cinese, la proprietà privata della terra era un diritto concesso ed ammesso. Fin da subito il partito dovette fronteggiare una situazione economica non favorevole. Arretratezza nella produzione agraria e incertezza finanziaria delle banche erano solo due dei numerosi problemi che la neonata Repubblica dovette affrontare.

La compravendita della terra era un’attività frequente e la ricchezza di una famiglia era misurata in base alla quantità di terreni che possedeva. Le principali politiche economiche e sociali attuate nel periodo maoista furono relative alla riduzione dell’inflazione, alla razionalizzazione del sistema bancario ed ad una totale rivoluzione della situazione agraria del Paese, attraverso la redistribuzione dei terreni. Il nuovo governo represses fortemente il settore privato dal 1951 al 1952, nazionalizzando successivamente il sistema bancario e cercando di proporre con decisione la realizzazione di un forte settore di industria pesante, all’epoca totalmente assente.

Iniziò, a partire dal 1950, una vera e propria riforma agraria. La campagna di tale riforma prevedeva la redistribuzione della terra ai contadini. La terra espropriata ai contadini divenne proprietà collettiva, con la conseguente creazione di “cooperative di produzione agricola” (Abbiati, 1976). Questo tipo di riforma non proseguì in modo pacifico, portando ad un elevatissimo numero di vittime (le stime vanno dai 200.000 ai 2.000.000) L’iniziale strategia del Partito era quella di portare avanti un modello di economia mista, in cui banche e industrie fossero proprietà dello Stato. Questo tipo di strategia portò alla quasi totalità di detenzione della produzione da parte dello Stato. A pochi anni dalla presa di potere da parte del Partito Comunista, tuttavia, le strategie attuate non avevano portato allo sperato rilancio dell’economia. Ferrovie e produzione agricola e industriale restarono ai livelli prebellici, lasciando la Cina in uno stato di grave arretratezza economica e sociale. Fu a questo punto, precisamente a partire dal 1953, che Mao Zedong abbandonò l’approccio di economia mista proposto

fino a pochi anni prima, attuando il primo piano quinquennale. Questo progetto, di chiaro stampo sovietico, ebbe risultati sulla carta impressionanti. La produzione industriale risulta più che raddoppiata, con un tasso di crescita annuo del 16%. La produzione di acciaio cresce da 1.3 milioni di tonnellate nel 1952 a 5.2 milioni di tonnellate nel 1957; 16.56 milioni di tonnellate furono prodotte nel 1953-57, il doppio della produzione complessiva di acciaio dello stesso Paese tra il 1900 e il 1948. (Scalvini, 1989).

Questa forte riforma ebbe, però, anche conseguenze negative. La crescita del settore industriale avvenne a discapito dell'agricoltura, la cui produzione dovette lottare moltissimo per seguire la crescita demografica del Paese (il numero di persone nelle popolazioni urbane passò da 57 a 100 milioni nel giro di 8 anni), mettendo in serie difficoltà l'approvvigionamento alimentare. Nel 1958 iniziò un periodo di riforme chiamato Grande Balzo in Avanti. Sotto questo nome, Mao non fece altro che nascondere un secondo, ma decisamente più aspro, piano quinquennale. Questa tappa, nel processo di sviluppo cinese, viene considerata determinante in ciò che Mao Zedong definiva "la sinuosità del processo rivoluzionario". Nel giro di 5 anni, la Cina getta le basi del proprio apparato industriale. Nel giro di 10 anni, l'intenzione di Mao era di trasformare il sistema economico rurale della "vecchia" Cina, in una moderna e sviluppata economia comunista. L'idea era quella di non mutare solo l'economia del Paese, ma anche lo spirito e l'animo del popolo cinese, fin troppo ancorato alle idee del passato. Dal punto di vista immobiliare, i primi dieci anni del governo Maoista (1950-1960) furono principalmente dedicati al passaggio di proprietà di quasi tutte le terre ai governi locali, incluse quelle occupate ed affittate da privati. Il risultato principale fu una ripartizione fondiaria basata sulle seguenti caratteristiche; il suolo urbano risultava essere proprietà dello Stato, e di conseguenza gestito direttamente dai governi municipali, mentre le aree rurali e suburbane era proprietà collettiva delle comunità rurali, i così detti Comuni Popolari.²

In seguito alle riforme fondiarie, vennero realizzate, da un'ormai sempre più stabile governo, una grande quantità di abitazioni pubbliche. Questa, insieme ad una serie di altre operazioni, consentì che tutte le città cinesi, prima della fine degli anni '70, venissero riorganizzate secondo un sistema di distribuzione residenziale pubblico, gestito dalle unità di lavoro, dette in cinese *danwei* (Wang & Murie, 1999). Questo tipo di organizzazione si basava su un rapporto che legava direttamente il lavoratore, con tutto ciò che era relativo ai suoi rapporti familiari, di sussistenza, e di mobilità,

² Le Comuni erano strutture di base della società rurale nelle campagne cinesi. Costituite nel 1958 per iniziativa di Mao Zedong, più volte modificate, furono gradualmente dissolte dopo il 1980. Svolgevano attività prevalentemente agricole ma anche minerarie, artigianali o manifatturiere. Le Comuni erano gestite dai quadri locali del Partito Comunista e miravano a essere autosufficienti sviluppando al loro interno tutte le attività economiche e sociali necessarie al vivere dei propri abitanti, includendo attività agricole, industriali e terziarie.
Da Pearson, 25-05-2016.

all'impresa. Attorno a questo sistema giravano apparato produttivo e sistema sociale del Paese. Le case pubbliche venivano assegnate alle varie unità di lavoro, per venire successivamente redistribuite tra le famiglie dei propri dipendenti sotto forma di sussidio. Grandezza e caratteristiche delle abitazioni erano direttamente collegate al numero di anni di lavoro, prestate da parte del lavoratore nei confronti della *danwei*, e dal numero di famigliari. Per ottenere questo pacchetto di sussidi veniva, inoltre, richiesto un affitto minimo. Le case, quindi, presero presto il concetto di obbligazione sociale, che doveva coincidere e rientrare nella rete disegnata dalle organizzazioni amministrative e dal governo centrale (Fu, David, & Zhou, 2000).

All'interno delle aree urbane, I vari governi locali erano soliti concedere, in modo gratuito e senza reali limiti di tempo, il controllo di piccoli appezzamenti di terra a vari gestori. Nel caso in cui la pianificazione e costruzione urbana avesse richiesto più terre, i vari governi municipali avrebbero acquistato direttamente i terreni dai comuni, pagando un compenso (Wang & Murie, 1999). Un numero sempre più grande di lavoratori era richiesto nelle città proprio per sostenere l'industrializzazione promossa dal governo maoista. Vengono create tantissime fornaci nelle zone rurali cinesi e viene urbanizzata la forza lavoro. I cittadini vennero obbligati a donare qualsiasi oggetto contenente acciaio o ferro, affinché questi ultimi vengano fusi. L'impiego nel settore primario cala di 40 milioni di persone.

Il fenomeno di trasferimento da residenza rurale a urbana rappresenta un lato fondamentale nelle dinamiche di migrazione interna nel settore residenziale. Difatti, l'ottenimento della residenza urbana era un requisito necessario per l'assunzione di un lavoratore nelle città. I fortissimi flussi migratori ebbero un grande impatto sulla popolazione urbana, che quasi quadruplicò dal 1949 al 1982, passando da 57 a 211 milioni (Shaw, 1997).

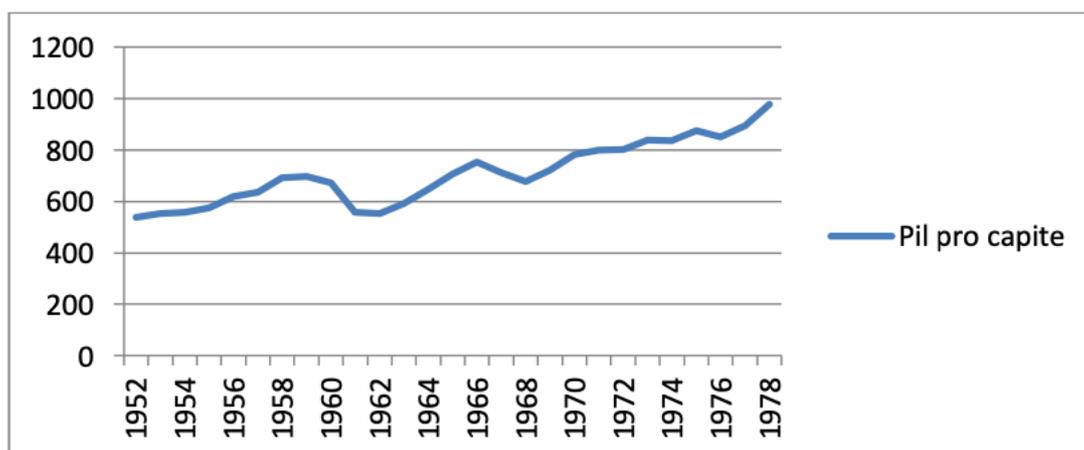
Tabella 1.1 - Variazione del Pil e della popolazione cinese dal 1820 al 1978

	Pil (mld di dollari)	Popolazione (mln)	Pil pro capite (in dollari)
1820	228,6	381	600
1952	305,9	569	538
1978	935,1	956	978

Fonte: Maddison [2007, pag44].

Questi forti flussi migratori ebbero un grande impatto anche sulla produzione del Paese. La **tabella 1.1** mostra come, nel periodo Maoista, il Pil della Cina sia riuscito a crescere del 6,3% annuo. Un'altra cosa importante da sottolineare è che il PIL per capite crebbe del 2,33% annuo in media, come possiamo vedere dalla **figura 1.1**.

Figura 1.1 - Variazione del Pil pro capite della Cina dal 1952 al 1978



Fonte: Maddison 1998, pag 159

Nonostante la forte crescita, però, questo ordinamento presentò presto una serie di debolezze ed incongruenze. L'insufficienza di regolamentazioni, unita allo sviluppo "lampo" che il Paese aveva vissuto, risultava essere uno dei problemi fondamentali del periodo Mao. Lo Stato non sapeva che ruolo assumere in un sempre più grande sistema immobiliare, e le transazioni fondiari mancavano totalmente del valore finanziario dei suoli. Un altro problema era rappresentato dai governi locali, che erano sempre a corto di finanziamenti per il completamento delle costruzioni sui suoli acquistati e per le costruzioni di nuove abitazioni.

Gli investimenti nel settore residenziale urbano vennero gravemente trascurati, e alla fine dell'economia Maoista, questi ultimi, nonostante l'eccezionale crescita del Pil, ne rappresentavano solo 1,5%. Ne conseguì che la domanda residenziale superava di netto l'offerta e che la scarsa quantità di alloggi fosse anche di bassa qualità, dati i materiali impiegati (Shaw, 1997).

1.1.2 L'era delle riforme e l'apertura ad un mercato immobiliare

La morte di Mao, nel 1976, e la presa al potere da parte di Deng Xiaoping, nel 1977, diedero inizio al c.d. processo di “*demaioizzazione*”³. Il 22 dicembre del 1978, il neopresidente fece attuare “La politica di Riforme ed Apertura Economica”, decidendo di porsi come priorità assoluta la crescita economica del Paese. Il mercato immobiliare subì una forte scossa da questo periodo di riforme. Nonostante ciò, il periodo Maoista aveva lasciato il settore in condizioni disastrose. I lasciti più problematici erano sicuramente rappresentati dall'insufficienza e dalla qualità delle abitazioni. Nel 1985, il 3,2% delle famiglie era senza tetto, il 12,8% viveva in ambienti sovraffollati ed il 10,5% viveva in condizioni disagiate. In assenza di strutture adatte, le famiglie altro non potevano fare che stringersi nelle case dei famigliari, o nei già affollatissimi dormitori (Bray, 2005).

Le grandi città, che tanto si erano sviluppate nei 30 anni precedenti, erano lo specchio di questa situazione. A Shanghai il 37% delle famiglie viveva in condizioni inadeguate, mentre a Pechino, capitale economica e di fatto del Paese, 220.000 famiglie non aveva dimora. Le poche abitazioni disponibili erano fatiscenti. La maggior parte erano rifugi di accampamenti costruiti durante l'invasione giapponese, o piccole case risalenti alla dinastia Qing, ben prima che l'intervento Maoista potesse nascere. Nel complesso, erano più di 50 i milioni di metri quadri che necessitavano la demolizione o la totale ristrutturazione che, a partire dagli anni '80, era priorità del Ministero dell'edilizia. Questa drammatica situazione era fortemente in contrasto con il rapidissimo sviluppo economico che il Paese aveva affrontato. Gli strascichi, rappresentati anche dall'inadeguata distribuzione immobiliare, rappresentavano un problema non sottovalutabile. Difatti, la politica dei sussidi di affitto risultò totalmente inadeguata, in quanto il suo ammontare si basava sulla quantità di superficie occupata. Di conseguenza, chi riusciva ad occupare una metratura maggiore otteneva un sussidio più ampio, portando le famiglie ad allargarsi sempre di più a scapito di chi viveva in spazi già proibitivi.

All'interno di uno già disastroso sistema immobiliare, lo Stato si faceva capo non solo della pianificazione e dell'investimento, ma anche dell'edilizia e della manutenzione. Fu presto chiaro che questo sistema era insostenibile per le casse dello Stato. Di fatto, l'investimento nella sola area residenziale occupava l'8,15% del PIL (Shaw, 1997) , mettendo la Cina al primo posto di questa

³ [de-ma-o-i-z-za-zio-ne] Processo di revisione ed eliminazione degli aspetti più radicali della rivoluzione culturale cinese, promossa da Mao dopo il 1965, LaRepubblica Dizionari, Hoepli Editore.

speciale classifica. Si creò un circolo continuo dal momento in cui, quando il Paese immetteva ulteriori fondi destinati all'edilizia, nuovi capitali erano richiesti per la manutenzione dei sussidi d'affitti, gravando ancora di più sulle casse dello Stato.

L'approccio improntato principalmente sulla modernizzazione della Cina e sull'apertura ai mercati internazionali imposto da Deng dovette fare i conti con un sempre più danneggiato sistema immobiliare. Uno dei vettori principali utilizzati dallo Stato si sostanziò nel tentativo di inserimento di un tetto massimo all'investimento residenziale. A partire dal 1991, infatti, venne fissato a 31,86 miliardi di RMB. Venne inoltre applicato un massimo di superficie edificabile annua, pari a 115 milioni di metri quadrati. Questa mossa, tuttavia, si rivelò un'arma a doppio taglio. Ciò principalmente per l'insufficienza delle abitazioni in città, che continuavano a scarseggiare anche in relazione all'aumento sempre più veloce della popolazione. All'interno della *tabella 1.2* possiamo osservare le percentuali di aree destinate all'uso residenziale in città, in confronto a quelle ad uso industriale.

Tabella 1.2 – Utilizzo del suolo nelle principali città cinesi nel 1991

	Residential	Industrial	Infrastructure	Green Space	Special uses
Shanghai ^a	49.63	30.54	7.28	0	12.55
Beijing ^a	39.09	20.11	5.54	0	35.3
Tianjin	26.07	35.04	29.56	4.27	4.27
Guangzhou ^a	35.94	37	17.12	0	9.94
Shenzhen	59.86	22.12	14.09	3.02	0.42
Shenyang	29.56	27.95	23.8	6.89	11.79
Chongqing	34.04	33.41	26.99	3.12	5.44
Wuhan	26.84	30.38	24.96	7	8.75
Zhenzhou	25.51	28.26	37.76	7.89	0.57
Nanjing	36.79	23.08	9.55	1.85	28.73
Hangzhou	36.17	29.89	15.78	14.94	3.21
Kunming	28.69	23.06	38.47	3.08	6.7
Taiyuan	20.96	26.73	32.83	19.47	
Xi'an	44.51	29.31	25.91	0.08	0.16
Harbin	38.01	26.34	26.61	6.64	1.84

Fonte: Grigolato (2015)

Diversi approcci di commercializzazione del settore immobiliare furono attuati nelle principali città in via sperimentale. Una delle politiche più importanti venne portata avanti nel 1980, applicando

valore economico alla terra. Venne data la possibilità a diversi investitori stranieri di stabilire i propri siti di produzioni all'interno delle Zone Economiche Speciali (ZES) ⁴ lungo la costa. L'utilizzo di questi terreni veniva garantito tramite il pagamento di una tassa di occupazione. L'approccio utilizzato seguiva il paradigma "*Cross the river by feeling the stones*" ⁵, che proponeva l'attuazione di politiche prima su delle città guida, per poi essere implementato a livello nazionale. Shenzhen e Shanghai furono le due città pilota in cui, nel 1987 e nel 1988 vennero effettuati i primi esperimenti di locazione tramite asta. Vi furono forti agevolazioni sugli investimenti esteri, e tasse sul reddito molto favorevoli. Shenzhen, la cui economia, fino al 1980, si basava principalmente sulla pesca, conta ad oggi più di 12 milioni di abitanti, ed un Pil pro capite superiore a quello di Hong Kong e Singapore.

Il 1978 e 1979 furono gli anni delle prime riforme in ambito rurale e residenziale. La seconda rappresenta, senza dubbio, la più complessa del periodo, in quanto faceva cardine sul concetto di proprietà privata, e rappresentando la riforma pilota per la privatizzazione dell'intero apparato economico. Tuttavia, persisteva ancora il sistema relativo alle *danwei*, che non permetteva l'attuazione ottimale di tale riforma. Per privatizzare le aziende statali, concretizzando quindi il punto cardine delle riforme economiche del 1978, bisognava interrompere tale legame, andando a riformare l'intero sistema residenziale

Il 1984 rappresentò l'anno di svolta, in quanto permise ai primi imprenditori l'ingresso ufficiale sul mercato. Le unità di lavoro ottennero più potere in merito alla libertà decisionale sull'allocazione dei capitali, costituendo in alcuni casi sistemi di finanziamento per lo sviluppo residenziale. Alcune *danwei* poterono partecipare a gare di appalto, e venne consentita più autonomia ad imprese edili e società di costruzione. I risultati furono incredibili e la quota di partecipazione pubblica all'interno del settore residenziale scese dal 90%, nel 1979, al 16% nel 1988 (Fu, David, & Zhou, 2000).

Nel 1988 le imprese a capitale misto erano 15948 ⁶, circa 10 volte di più rispetto a 5 anni prima. L'estensione delle aree urbane e dei contratti di responsabilità segna l'inizio di una nuova, libera,

⁴ Per Zona Economica Speciale (ZES) si intende una zona geograficamente limitata e chiaramente identificata, nella quale le aziende già operative – e quelle che si insedieranno – possono beneficiare di speciali condizioni per gli investimenti e per lo sviluppo. The European House, Ambrosetti (2020-2021).

⁵ "*Crossing the river by feeling the stones*" is an important concept in China's reform and opening-up led by Deng Xiaoping and a valuable methodology to guide practical work. It refers to partial reforms in an experimental manner, often starting in a few regions, and expanding them upon proven success. CTGN Live, Liu Chunsheng, 2018-12-18

⁶Dal Foglio del 13 novembre 1996

imprenditoria privata ed una nuova, conseguente, libertà manageriale dal punto di vista statale. A partire da quell'anno, la Costituzione Cinese diede spazio ai diritti di proprietà privata su terre urbane.

Gli avvenimenti di Tienanmen del 1989 rallentarono non di poco il susseguirsi di riforme, facendo crollare i prezzi del settore. A partire dal 1991, però, le numerose strategie attuate da Deng ebbero un forte impatto politico, riportando fiducia sulla strada intrapresa.

Come possiamo vedere dalla **tabella 1.3**, dal 1992 al 1994 il numero di transazioni di compravendita di terreni passarono da 2800 a 97.405, superando le 100.000 nel 1995. In quegli anni i prezzi raggiunsero un picco mai visto prima, spingendo di conseguenza la speculazione immobiliare verso nuovi confini. Nel 1994, l'investimento immobiliare crebbe del 43% rispetto all'anno prima.

Tabella 1.3 – Transazioni terriere in Cina dal 1987 al 1996

Year	Lot	Area (ha)	RMB (million)	Price/area (RMB/m ²)	Average size (m ²)	Price/lot (million)
1987	5	15.7	35.2	223.5	31460.0	7.0
1988	118	389.1	416.2	107.0	32972.9	3.5
1989	127	625.2	447.2	71.5	49229.9	3.5
1990	482	948.2	1052.0	110.9	19672.2	2.2
1991	545	1036.1	1136.9	109.7	19011.6	2.1
1992	2800	2189.0	52500.0	2390.8	7817.9	18.8
1993	42,076	3822.5	40529.3	1060.3	908.5	1.0
1994	97,405	3295.5	35928.5	1090.2	338.3	0.4
1995	105,473	2872.8	33285.7	1158.6	272.4	0.3
1996	103,921	2269.9	29048.4	1279.7	218.4	0.3

Fonte; Grigolato (2015)

Ciò creò un terreno decisamente fertile per le operazioni degli imprenditori edili. Una diretta conseguenza fu il miglioramento della qualità della vita. Le abitazioni erano di qualità decisamente maggiore e la mancanza di case andò pian piano a risolversi.

1.1.3 Dal 1994 al 1997

Le effettive riforme sul mercato immobiliare iniziarono a partire dal 1994. Quest'anno rappresenta un altro punto cardine per il viaggio che stiamo compiendo. Difatti, è proprio a partire da quel momento che il governo permise agli impiegati di stato l'acquisto dei diritti di proprietà, parziali o totali, attraverso il pagamento di una determinata somma di denaro. La crisi del 1997 rappresentò, invece, un forte punto di stallo nello sviluppo del mercato immobiliare cinese. L'ingresso di una sempre più sviluppata Cina all'interno dei mercati internazionali causò svariate conseguenze. Da un

lato, l'ingresso cinese all'interno di questi mercati intensificò particolarmente la competenza nelle esportazioni *"labor intensive"* tra i paesi del sud-est asiatico.

Inoltre, i termini di scambio risultarono particolarmente svantaggiosi, data la forte svalutazione dello yuan del 1994. D'altra parte, le forti turbolenze a livello regionale minacciarono di minare i settori chiave della crescita cinese, che fino a quel momento avevano permesso al Paese di mantenere un tasso di sviluppo sensazionale. Il punto principale è che una fetta non indifferente dell'economia Cinese risultava essere direttamente dipendente dalle esportazioni da paesi colpiti violentemente dagli sviluppi della crisi finanziaria del 1997 (Park & Lee, 1999).

1.2 La Crisi finanziaria del 1997

L'est asiatico veniva da tre decenni di crescita costante, ad una velocità mai raggiunta prima da nessun'economia globale. L'economia viaggiava a tassi di crescita sostenuti, grazie anche a politiche governative basate su un forte risparmio e su investimenti precisi in ambito nazionale. Questa fortissima espansione economica venne assicurata anche dalla facilità di erogazione del credito bancario, dal mantenimento di bassi tassi di interesse e dal forte investimento pubblico (Krugman & Obstfeld, 2007).

Fu proprio per questo che la crisi prese di sorpresa osservatori ed istituzioni internazionali. Il fattore scatenante risultò essere il fenomeno della così detta *"dollarizzazione"*. Quando parliamo di *"dollarizzazione"* facciamo riferimento al fenomeno per il quale gli abitanti di un Paese utilizzano la valuta emessa da uno stato straniero in parallelo o in sostituzione alla propria.⁷ Il termine non fa per forza riferimento all'utilizzo del dollaro, ma vale per ogni tipo di valuta straniera. Nel caso specifico del sud est asiatico, questo fenomeno portò, a partire dal 1995 ad una rivalutazione del cambio. La debolezza relativa del dollaro aveva garantito la competitività delle merci in Indonesia, Malesia e Thailandia, fino ad una erosione del proprio export basata sull'alto livello dei prezzi, e determinata da un cambio eccessivamente rivalutato.

Precisamente, fu la svalutazione del Baht thailandese, avvenuta precisamente il 2 luglio del 1997, a dare il la ad una delle crisi finanziarie più importanti che l'oriente ricordi. La caduta del mercato immobiliare dell'anno prima in Thailandia rappresentò uno dei possibili avvertimenti a quelli che sarebbero stati poi gli avvenimenti futuri. Già a partire da maggio del 1997, la moneta thailandese fu soggetta a vendite massicce. L'aumento dei tassi di interesse da parte delle autorità thailandesi risultò

⁷ dollarizzazione s. f. [der. di dollaro]. – Procedimento con cui il governo di un paese colpito da grave inflazione decide di creare una contabilità nazionale in dollari (e non in valuta locale), spec. a scopo di stabilizzazione dell'economia. LaRepubblica Dizionario.

inutile, portando al fallimento della più grande società finanziaria del Paese, la “Finance One”. Vennero esaurite le riserve estere, lasciando scoperto il debito in valuta estera a breve termine (nota; Goldstein 1998), arrivando ad una svalutazione della moneta del 20%.

Nel giro di pochissimo tempo, questi eventi ebbero forti conseguenze anche sui Paesi vicini. In Malesia venne ristretto fortemente il credito al settore immobiliare e finanziario, per contenere le pressioni speculative. In Corea chiusero alcune delle più importanti società finanziarie ed in Indonesia, la rupiah si deprezzò del 60%. Il dollaro delle due regioni autonome di Hong Kong e Taiwan fu soggetto ad attacchi speculativi ed in Giappone banche ed istituzioni finanziarie iniziarono a fallire. Le borse subirono perdite che andarono dal 20% ad Hong Kong, fino al 55% in Thailandia, colpendo prevalentemente il settore immobiliare. La Corea dovette fronteggiare una situazione tragica, subendo una svalutazione della propria moneta, il won, del 110%. La crisi si manifestò non solo nella perdita di valore delle valute, ma anche nel totale crollo del mercato immobiliare ed azionario. Il fatto che il debito delle imprese fosse prevalentemente a breve termine ed espresso in valuta estera fece sì che un suo mancato rinnovo potesse causare non solo problemi per le imprese, bensì per interi Paesi (Della Posta & Di Martino, 2001). Nonostante ciò, la Cina riuscì a mantenersi ben sopra alla media delle complicazioni affrontate dagli altri Paesi. Il motivo principale è identificabile in quattro fattori, che hanno permesso alla Cina di preservare il tasso di cambio fisso dell’RMB. I quattro fattori in questione sono:

1. Sostanziali riserve in valuta estera
2. Enormi surplus in conto corrente e in conto capitale
3. Alto rapporto tra investimenti diretti esteri e afflussi di capitale estero a breve termine
4. Inconvertibilità dello yuan in conto capitale (Li, 2000).

Per quanto concerne le riserve in valuta estera, i valori della Cina erano ben al di sopra della linea di sicurezza internazionale, che fissava il rapporto tra riserve in valuta estera e debito estero a breve termine all’80%. Agli albori della crisi, Indonesia, Corea e Thailandia erano tutte al di sotto di questa linea, con valori rispettivamente al 55%, 47% e 65%, Malesia e Filippine erano al di sopra, con 161% e 114%, mentre la Cina era sensibilmente più in alto, con un valore al 617%. Studi più recenti hanno dimostrato che questi valori hanno decisamente aiutato il tasso di cambio del paese. Allo stesso modo, per i paesi in via di sviluppo, un valore del deficit in conto economico come percentuale del PIL sicuro dovrebbe rientrare nell’intervallo (0%; -5%). Anche in questo caso, la differenza tra i paesi più pesantemente colpiti dalla crisi e la Cina risulta essere determinante. Si parla in questo caso di -4,9% per Malesia e Corea, -7,9% per Thailandia e 0,9% la Cina, che in quel momento si trovava addirittura in surplus (Xu, 1998).

Le politiche macroeconomiche, l'ancoraggio della moneta cinese al dollaro e la natura degli investimenti esteri permisero alla Cina di evitare una rapida fuga di capitali. Il mercato immobiliare risentì, quindi, delle conseguenze della crisi, ma in modo decisamente minore rispetto ai paesi dell'ASEAN ⁸, ritornando in breve tempo ai tassi di crescita che l'avevano caratterizzato nel decennio precedente. Infine, la crisi finanziaria asiatica rappresentò una lezione importantissima per l'amministrazione cinese. I pesanti avvenimenti e le svalutazioni subite dagli altri paesi convinse il governo cinese della necessità di risolvere i problemi delle sue debolezze finanziarie, basate principalmente sul possesso di un numero troppo elevato di prestiti e sull'eccessivo affidamento sul commercio con gli Stati Uniti.

1.2.1 Il fenomeno delle Città fantasma

Premessa

In seguito alla crisi finanziaria del 1997, la Cina ritornò a vivere, seppur gradualmente, un periodo di forte crescita. La privatizzazione del mercato immobiliare aveva avuto un forte impatto sull'economia cinese. Wang (2011) analizzò il fatto che, permettendo alle famiglie di aumentare il loro consumo immobiliare, la conseguenza diretta sarebbe stata rappresentata da un ovvio incremento dei prezzi. Altri studi, invece, suggeriscono che l'immediata trasformazione del mercato immobiliare da pubblico a privato abbia stimolato lo spirito imprenditoriale cinese, portando ad un conseguente aumento delle disparità di reddito.

Al fine di dare un forte impulso allo sviluppo del mercato immobiliare, a partire dal 1998, la People's Bank of China (PBC) ⁹ delineò le procedure per gli acquirenti di case per ottenere mutui a tassi di interesse sovvenzionati. Insieme a questa procedura, dal 1998 al 2002, la PBC abbassò radicalmente il tasso di interesse sui mutui. L'insieme di queste politiche permise una crescita esponenziale del mercato, portando la Cina ad essere, nel 2005, il Paese col mercato immobiliare più grande di tutta l'Asia.

Basandoci sui report della PBC, nel 2016, i valori dei mutui ipotecari cinesi raggiunsero il valore di 17,9 miliardi di RMB, equivalenti al 25% del PIL del Paese in quell'anno. Il decimo "Piano quinquennale", attuato a partire dal 2001, venne attuato principalmente col fine di aumentare

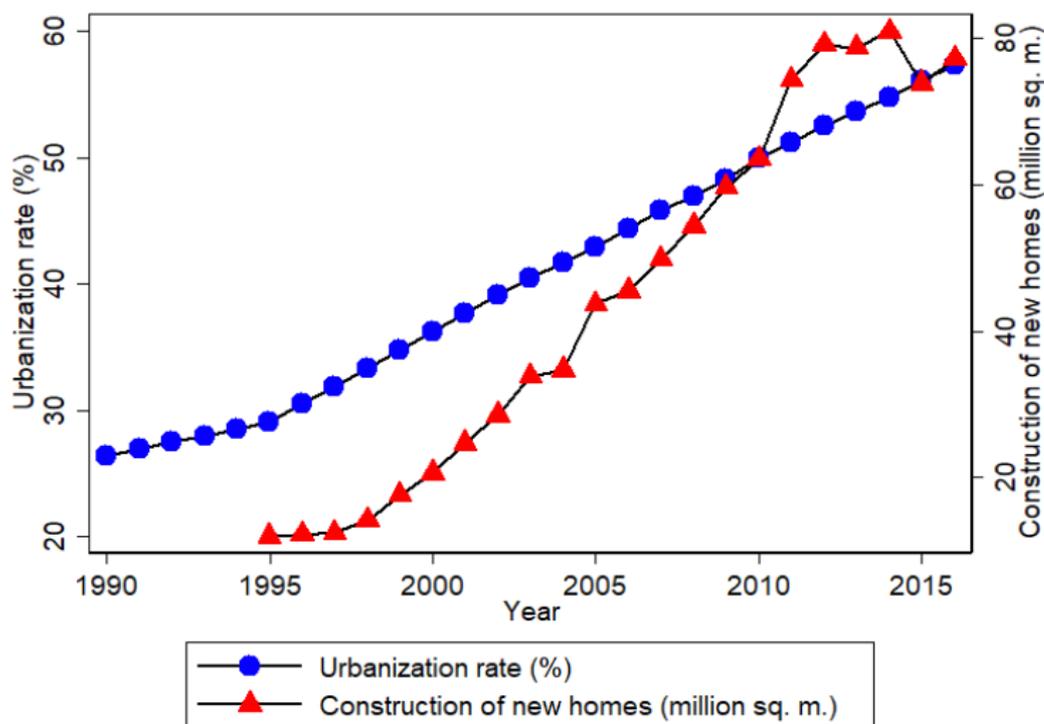
⁸ Associazione delle Nazioni del Sud-Est asiatico (ASEAN)

⁹ The People's Bank of China (PBC) Banca Centrale della Repubblica Popolare Cinese, con sede a Pechino dal 1949, istituita il 1° dicembre 1948 con la fusione di 3 banche, la Banca Huabei, la Banca Beihai e la Banca Farmer Xibei. Ha il compito di definire la politica monetaria e regolamentare le istituzioni finanziarie.

l'urbanizzazione e rendere il mercato immobiliare uno degli elementi fondamentali della crescita dell'economia cinese. Le politiche attuate nel periodo Maoista avevano reso le aree rurali decisamente più popolate di quelle residenziali, causando degli scompensi a livello economico ed organizzativo. Per seguire questa strategia, il Consiglio di Stato approvò un documento che dava la possibilità ai cittadini di trasferirsi liberamente dalle aree rurali a quelle urbane per contee e piccole città. A partire dal 2014, la divisione tra rurale e urbanizzato del sistema *Hukou* terminò, permettendo ai cittadini cinesi di muoversi liberamente verso le aree urbanizzate, ad eccezione di un piccolo numero di grandi città come Pechino e Shanghai.

La **figura 1.4** mostra come, a partire dal 1990, il tasso di urbanizzazione sia cresciuto in modo esponenziale, passando dal 25% al 60% nel giro di 25 anni. Altro fattore impressionante che possiamo vedere è rappresentato dall'incremento delle nuove costruzioni. In questo caso, nel giro di 20 anni si è arrivati alla costruzione di 80 milioni di metri quadrati in più, ad un tasso di crescita che ha visto solo una leggera flessione a cavallo tra il 2010 ed il 2015.

Figura 1.2 - Tassi di costruzione ed urbanizzazione in Cina dal 1990 al 2015



Fonte: NBER, cercare l'anno e poi mettere tutto per esteso in bibliografia

Prese insieme, tutte queste politiche attuate a livello politico prima, e dalla PBC poi, permisero il decollo di quello che, ad oggi, è uno dei mercati più grandi del mondo (Kennedy, Nagao & Liu, 2018).

Il fenomeno delle Città Fantasma

Lo sviluppo del mercato immobiliare cinese sta vivendo, dopo le riforme che abbiamo precedentemente analizzato, una crescita spettacolare che, ancora oggi, sembra non aver intenzione di rallentare. Questo sviluppo è stato accompagnato dall'ormai sempre più dibattuto fenomeno delle "Ghost Towns", meglio definite come città fantasma. Questo particolare fenomeno è stato osservato con attenzione da Wade Sheppard, all'interno del suo libro "Ghost Cities of China". Ma cosa sono con esattezza questa "città fantasma"? Si tratta di distretti urbani, il più delle volte costruiti da poco, che risultano essere totalmente o quasi disabitati (Shepard, 2015). Esempi noti sono rappresentati dalle città di Ordos, in Mongolia, e Zhengdong New District, nella provincia di Henan.

Fotografia 1.1: La città di Ordos Kangbashi

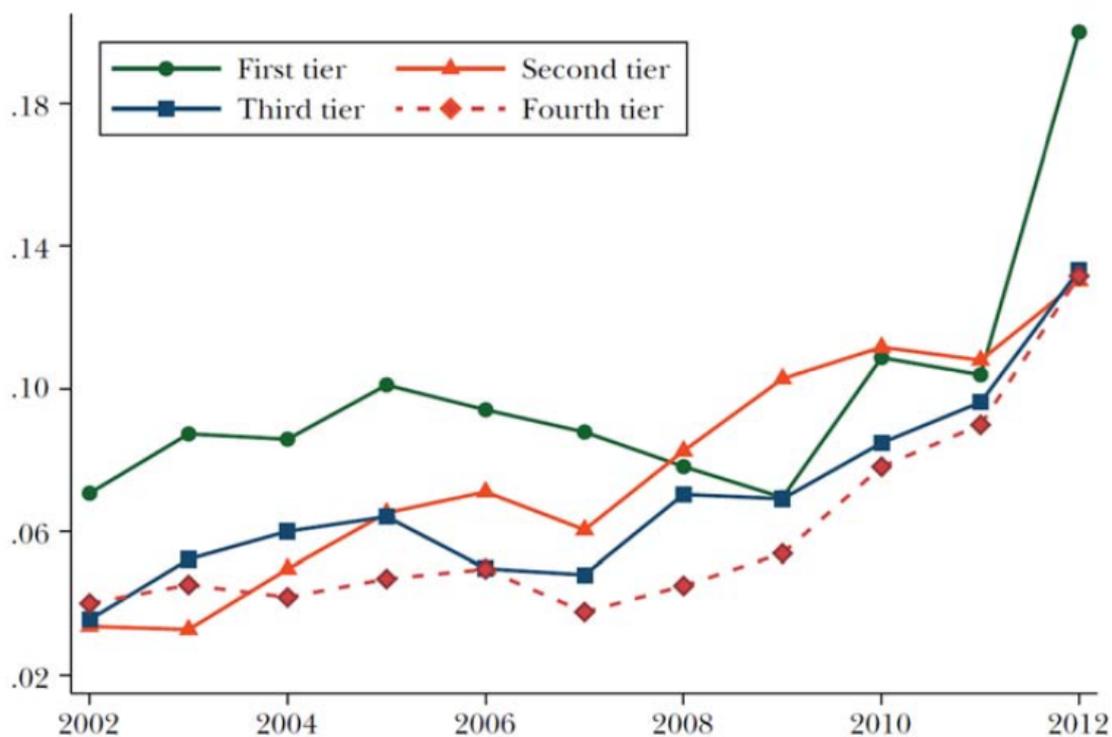


Fonte: What Ordos Kangbashi Is Like Today, Forbes. Immagine: Carla Hajjar.

Si parlava, nel 2016, di circa 50 milioni di unità abitative per un totale di 6 miliardi di metri quadri quasi totalmente inutilizzati (Santevecchi, 2021). Ma qual è il motivo che ha portato alla costruzione di queste città? E soprattutto, perché alcune di esse, che potrebbero ospitare dalle seicentomila al

milione di persone (Jin, Long, Sun, Lu, Yang, & Tang, J, 2017), sono ancora oggi inabitate? In generale, possiamo dire che il forte sviluppo del mercato immobiliare è sempre stato accompagnato da un elevato “*vacancy rate*”, che altro non risulta essere che una percentuale che misura tutti gli appartamenti disponibili, ed in affitto, come ad esempio hotel e complessi di appartamenti, che risultano essere non occupati o, meglio dire, vacanti in un determinato periodo di tempo.¹⁰ Basandoci sui dati costruiti dalla compagnia Glaeser, il “*vacancy rate*” delle case ha subito un incremento mostruoso a partire dal 2009. In particolare, ciò è successo per tutti i diversi livelli delle “*tier lists*” delle città, dal primo al quarto¹¹, come possiamo osservare dalla *figura 1.5*.

Figura 1.3 - “Vacancy rate” delle città Cinesi dal 2002 al 2012



Fonte; Glaeser et al. (2017)

Uno dei fatti principali da notare è che il processo di urbanizzazione delle città porta ad un naturale incremento del “*Vacancy Rate*”, specialmente nelle prime fasi di sviluppo di un determinato distretto. La costruzione di nuove aree e distretti su terra nuova e lontana dai centri urbani principali è un

¹⁰ Definizione “What is a vacancy rate?”, Investopedia

¹¹ La Cina ha 613 città divise in quattro diversi “tier”. Su questo tipo di divisione influiscono diversi fattori, tra cui PIL, amministrazione pubblica e popolazione. Tutte le città appartenenti a “first” e “second tier” sono tendenzialmente centri industriali o commerciali.

fenomeno abbastanza comune in Cina. (Liu, & Xiong, 2020). Ma come si vanno a sviluppare questi distretti? In realtà, secondo l'analisi di Wade Shepard, ci sono dei procedimenti ben precisi, divisibili in diverse fasi. Per iniziare, un tipico processo di sviluppo e di creazione di questi distretti si basa sulla stesura di piano ben definito da parte dei governi locali. Attraverso questo piano vengono analizzati i punti di costruzione e tutte le varie infrastrutture. Questo piano viene utilizzato, durante la prima fase dai governi locali, per attrarre investitori, in modo che possano acquistare la terra e costruire strutture commerciali e residenziali. Durante questa stessa fase, vengono progettate le diverse infrastrutture, e gli investitori acquistano guidati dai convenienti tassi di interesse. La seconda fase, che solitamente va dai 6 ai 10 anni dopo il lancio del nuovo distretto, è composta, invece, dal completamento delle costruzioni e da un conseguente aumento del tasso di occupazione degli edifici. Tendenzialmente, i governi locali cercano di "aiutare" lo sviluppo di questi distretti, costruendo ristoranti e negozi. Alle volte, sono necessari più di 10 affinché un distretto sia completamente occupato. Ciò segna l'inizio della terza ed ultima fase, durante la quale le operazioni commerciali sono in totale funzionamento e le condizioni di vita risultano ottimali. Solo a questo punto, le attività commerciali risultano essere profittevoli, dando il via alla nascita di una vera e propria città. Come abbiamo visto, il processo di sviluppo di questi distretti risulta essere veramente molto lungo. Non è quindi sorprendente vedere che il "*Vacancy rate*" di questi nuovi centri urbani sia particolarmente elevato nelle prime due fasi. Allo stesso modo, ci potrebbero essere altri fattori, ad oggi ancora sconosciuti, che fanno aumentare il "*Vacancy Rate*", lasciando le "Città Fantasma" totalmente inabitate (Shepard, 2015 e Woodworth, 2020).

CAPITOLO 2: Il mercato immobiliare cinese oggi

Premessa

La liberalizzazione economica, partita in Cina dal 1978, ha portato ad una fortissima trasformazione all'interno del Paese. Da Paese totalmente chiuso, si è trasformato in uno dei più aperti al mondo, permettendo alle imprese estere di investire nei mercati locali e, viceversa, alle imprese locali di approcciare i mercati esteri.

L'evoluzione dell'economia cinese può essere vista anche attraverso l'analisi del suo mercato immobiliare. Quest'ultimo, ad oggi, risulta essere largamente privatizzato, in quanto il 90% delle case è di proprietà privata. Ciò che risulta decisamente interessante di questo dato è la differenza con altri

Paesi occidentali più sviluppati. Esempi concreti sono rappresentati da Italia (73,2%), Australia (67%), Canada (66,5%), Regno Unito (64,8%) e Stati Uniti (63,5%).¹²

L'insieme di riforme e politiche attuate con lo scopo di incrementare l'urbanizzazione, come abbiamo visto nel capitolo precedente, hanno avuto i loro frutti. Nel 1978, meno del 20% della popolazione cinese viveva in città, mentre ad oggi si parla 63-64%, con obiettivo il 70% nel 2030.

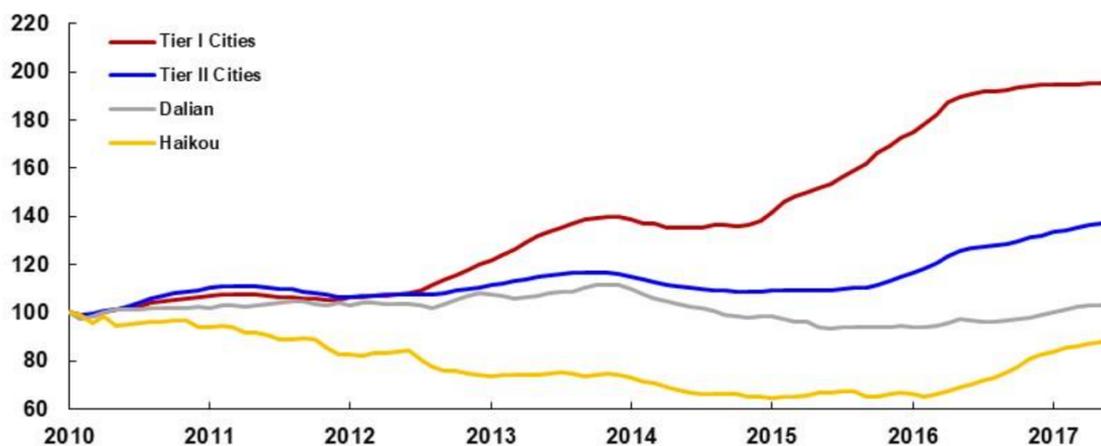
Un così forte sviluppo, unito ad un incremento esponenziale del tasso di urbanizzazione e alla scarsità di alloggi urbani ha portato ad un veloce, ed inevitabile, aumento dei prezzi delle abitazioni.

2.1 L'andamento dei prezzi.

A partire dal 2011, fino al 2015, l'andamento dei prezzi delle nuove abitazioni ha mantenuto una crescita media annuale sorprendente, con picchi positivi e negativi decisamente incostanti. Il livello dei prezzi è infatti cresciuto ad una media del 2,14%, con un picco positivo del 9,90% nel 2013, ed uno negativo del -6,10% nel 2015.¹³

Questa componente inflazionistica è stata, però, eterogenea all'interno del Paese. Difatti, come possiamo vedere dalla **figura 2.1** l'aumento dei prezzi ha visto un andamento differente a seconda della grandezza e dell'importanza delle città di riferimento, indicate, come abbiamo visto, dall'appartenenza ad una "tier" specifica.

Figura 2.1 - China House Price Index
June 2010 = 100



Fonte; China Real Estate Index System (CREIS)

¹² Trading Economics, 03-05-2016.

¹³ Trading Economics, 03-05-2016

Fino al 2016, le “Tier I Cities” hanno subito l’incremento più robusto, data la forte urbanizzazione e lo sviluppo economico di queste città. A causa delle numerose restrizioni attuate a livello locale, però, gli incrementi dei prezzi si sono quasi del tutto fermati. La crescita nelle “Tier II Cities” è stata decisamente inferiore a quella delle città più grandi, ma il tasso di crescita è stato continuo anche a causa della migrazione degli investimenti dalle “Tier I Cities”. Le “Tier III Cities” rappresentano un gruppo decisamente ampio di città. Tra queste possiamo sicuramente identificare Dalian e Haikou, le quali, rispetto a città più grandi, hanno visto una crescita decisamente incostante e risultano essere, ad oggi, le metropoli più in difficoltà dal punto di vista dello sviluppo urbano (Koss & Shi, 2018).

D’altra parte, questa forte crescita dei prezzi non è stata seguita da un altrettanto forte crescita del PIL e del PIL pro capite. I prezzi delle case sono cresciuti, in media, al doppio della velocità rispetto al reddito nazionale nell’ultimo decennio (Chen & Wen, 2017). Nel Marzo del 2010, i prezzi delle case in alcune delle più grandi città cinesi erano uguali, se non maggiori, rispetto a quelli delle abitazioni nelle più importanti città fuori Londra, con un Pil pro capite che risultava essere soltanto 1/8 di quello Inglese. (Yao, Luo, & Wang, 2014). I prezzi delle case di Shenzhen sono saliti di 36,9 volte rispetto al reddito netto medio annuo della città, nel corso dei primi 3 trimestri del 2016, aumentando del 49,4% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (Renaud, 2016). Un aumento così veloce dei prezzi ha portato al fatto che, ad oggi, i prezzi delle case di Pechino, Shanghai e Shenzhen sono paragonabili ai prezzi delle città occidentali più ricche come New York e San Francisco.

Per riuscire ad avere un’idea più precisa dell’aumento dei costi degli appartamenti che la Cina ha affrontato nei primi quindici anni del 2000, possiamo fare riferimento ad un articolo di Tristin Zhang

*“A duplex villa in downtown Seattle owned by Bill Gates is worth USD500,000 (approximately RMB3 million). This amount can barely buy a 90-square-meter apartment in Shenzhen’s far north Longhua District. A villa in an upscale housing estate in New Zealand costs NZD400,000 (approximately RMB1.7 million), equivalent to a pre-owned 90-square-meter apartment in non-central neighborhoods of Beijing.”*¹⁴

Allo stesso tempo, i prezzi delle città appartenenti alle Tier II e III risultano essere decisamente più bassi, ma il reddito medio risulta essere una piccola frazione di quello delle grandi metropoli cinesi. (Koss & Shi, 2018). Possiamo dire che la Cina possiede, in questo momento, un “two-speed housing market”, che riflette i tassi di crescita eterogenei tra “I Tier cities” e le restanti aree urbane. (Rogoff & Yang, 2020). Normalmente, la domanda e l’offerta di una popolazione di tipo omogeneo potrebbe

¹⁴ ZHANG, Tristin, A Brief Guide to Purchasing Property in China, in “thatsmags.com”, 26 febbraio 2016, 02-06-2016

essere rappresentata dalla **figura 2.2**, dove S e D rappresentano rispettivamente le curve della domanda e dell'offerta di case. Nel punto di equilibrio A , il prezzo P_1 e la quantità di equilibrio Q_1 si incontrano.

Figura 2.2 - offerta e domanda per una popolazione omogenea

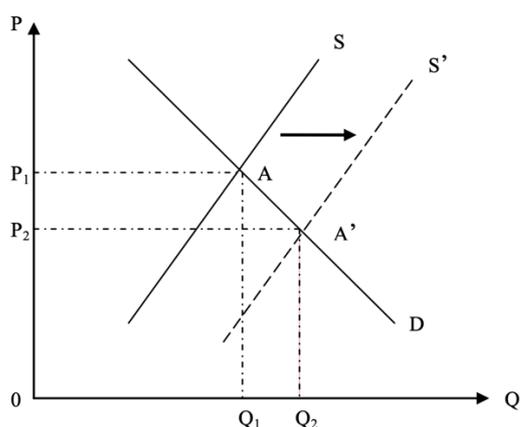
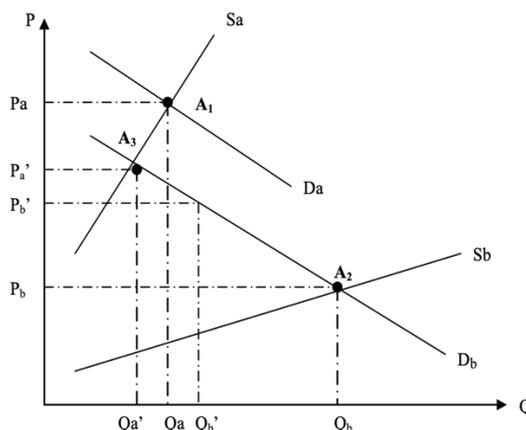


Figura 2.3 - offerta e domanda per una popolazione eterogenea



Fonte; Housing Development and Urbanisation in China, Dan Luo , Shujie Yao and Jianling Wang. PAG 17-18.

Se il governo vuole ridurre il prezzo di mercato, può attuare politiche per aiutare a spostare la curva di offerta verso destra fornendo più terra per la costruzione di case, oppure allentando varie restrizioni allo sviluppo immobiliare. In questo caso, il prezzo di mercato potrebbe essere portato a P_2 , con un conseguente aumento della quantità richiesta, ed un successivo equilibrio nel punto A' . Questa soluzione, però, risulta essere troppo semplicistica. Difatti, non tiene conto della carenza di alloggi e, come abbiamo visto, dei prezzi incredibilmente elevati. Dato che la Cina può essere facilmente divisa in classi ricche e classi povere, la popolazione risulterà eterogenea, e il mercato immobiliare può essere rappresentato dalla **figura 2.3**. Supponendo che la Cina abbia due mercati abitativi distinti e separati; alloggi commerciali per i ricchi e alloggi a basso costo per i poveri, possiamo indicare S_a e D_a l'offerta e la domanda di alloggi commerciali per le famiglie ad alto reddito. In equilibrio, il prezzo di mercato e la domanda sono rispettivamente P_a e Q_a . La stragrande maggioranza delle famiglie a basso e medio reddito è totalmente esclusa dal mercato immobiliare commerciale. Quest'ultime possono contare solo su alloggi a basso costo. S_b e D_b indicano rispettivamente la domanda e l'offerta di alloggi a basso costo da parte delle famiglie a medio e basso reddito. Se vi fosse un'offerta sufficiente di alloggi a basso costo, il prezzo di equilibrio e la domanda di alloggi a basso costo sarebbero P_b e Q_b . Di conseguenza, nonostante la popolazione sia divisa in due segmenti di mercato completamente diversi, non ci sarebbe carenza di alloggi e una pressione

eccessiva sui prezzi. Il problema è che il mercato di alloggi a basso costo è molto meno redditizio rispetto agli alloggi commerciali. Chi si occupa del mercato immobiliare si concentra solo sulla costruzione di alloggi commerciali ad alto prezzo. La carenza di alloggi a basso costo ha diverse conseguenze.

1. Molte famiglie a medio e basso reddito non sono in grado di comprare case.
2. I prezzi delle case a basso costo sono artificialmente alti.
3. Se i prezzi di vendita delle case a basso costo venissero fissate ad un livello inferiore a Pb' ma comunque superiore a Pb , gli acquirenti cercherebbero comunque di corrompere i funzionari dell'edilizia, in modo da poter acquistare abitazioni ad un costo irrisorio.
4. La carenza di case si traduce in un obbligo per le famiglie a medio e basso reddito ad acquistare abitazioni commerciali, nel disperato tentativo di ottenere un posto dove vivere in città.

Queste quattro conseguenze rappresentano una spiegazione del perché l'offerta di case in Cina è sempre scarsa, e del perché i prezzi di quest'ultime risultano così elevati rispetto agli standard internazionali. (Yao, Luo, & Wang, 2014).

2.2 Le bolle immobiliari nel mercato immobiliare cinese

La questione relativa ai prezzi non deve passare inosservata. Un incremento così forte in un così breve periodo ci porta ad analizzare uno dei problemi fondamentali del mercato immobiliare cinese: la possibile presenza di bolle immobiliari.¹⁵ Da metà dei primi 10 anni del 2000, infatti, vi sono fenomeni riconducibili a diverse bolle sparse per tutto il Paese che, ciclicamente, spaventano l'andamento di uno dei mercati più importanti per l'economia cinese. Nonostante i continui interventi del governo per riuscire a controllare questa situazione, gli indicatori restano ben al di sopra della soglia massima consigliata. I principali elementi che ci fanno pensare ad una possibile crisi immobiliare sono i seguenti:

¹⁵ La bolla immobiliare non è altro che una bolla speculativa che si presenta periodicamente nei mercati immobiliari locali, o anche su scala globale ed è caratterizzata da un rapido aumento dei prezzi, dei beni immobili, che si portano a livelli insostenibili in rapporto ai redditi medi o ad altri parametri economici. Nel momento in cui la domanda degli immobili cresce, aumenta di conseguenza il prezzo degli stessi. Gli speculatori approfittano della situazione e cominciano ad investire: gli immobili vengono acquistati ad un prezzo e rivenduti ad un costo ben più alto, provocando così un ulteriore incremento dei prezzi. La più drammatica delle conseguenze in questo scenario è che il prezzo degli immobili non corrisponde per niente al valore reale, si crea una situazione insostenibile e si dice pertanto che la "bolla scoppia".

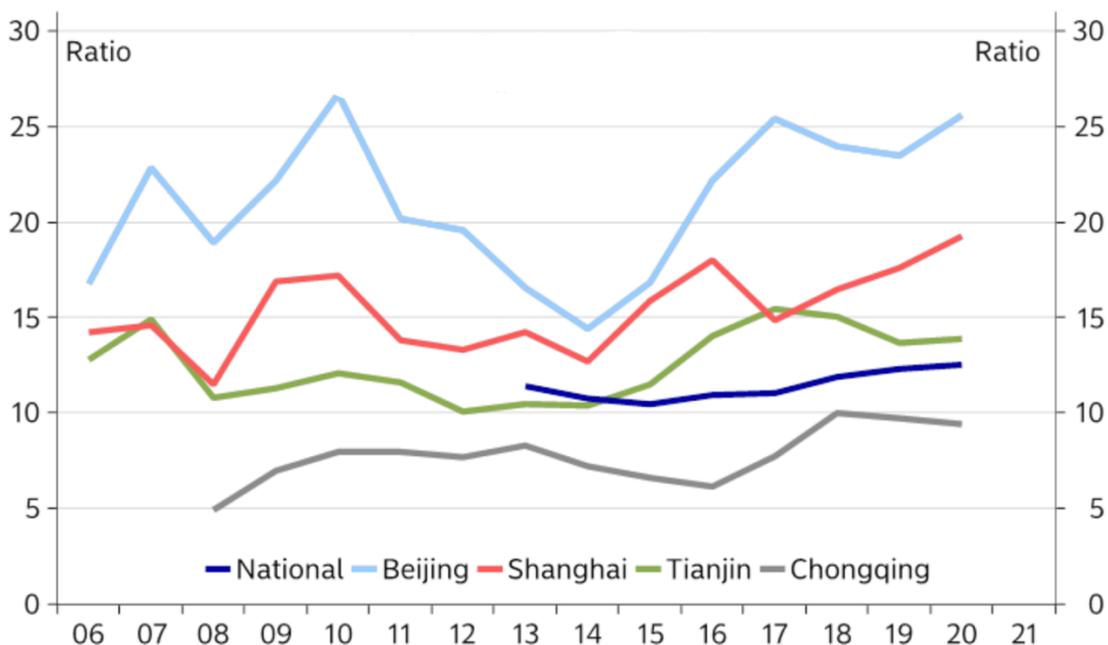
1. Rapporto tra prezzo delle case e reddito familiare.
2. Aumento dei prezzi delle case e il mancato aumento dei prezzi d'affitto di quest'ultime.
3. Impressionante sopravvalutazione dei prezzi.

Risulta utile andarli ad analizzare più da vicino in modo da riuscire a capire cosa genera questa situazione e a cosa potrebbe portare l'eventuale esplosione di una bolla speculativa. Come possiamo vedere dalla **figura 2.4**, il rapporto tra prezzi e reddito familiare, si trova pienamente all'interno nel range considerato pericoloso per la presenza di bolle immobiliari. (Larsen & Madsen,2021).

Quest'ultimo, infatti, risulterà pericoloso nel momento in cui supera il 7. Questo rapporto ha superato quota 25 a Pechino, quasi quota 20 a Shanghai e si attesta a livelli nazionali tra 10 e 15. Per avere un'idea più precisa di che significato possa avere questo indicatore, possiamo fare riferimento al fatto che, quando è scoppiata la c.d. "crisi del *subprime*" negli Stati Uniti, il valore del rapporto tra prezzo medio delle abitazioni e reddito oscillava tra il 7 e l'8. La grande differenza tra la Cina e l'Europa sta nel fatto che le autorità cinesi hanno chiaramente più controllo e possibilità di gestire l'andamento dei prezzi, ma, nonostante ciò, questo ago rappresenta motivo di allerta.

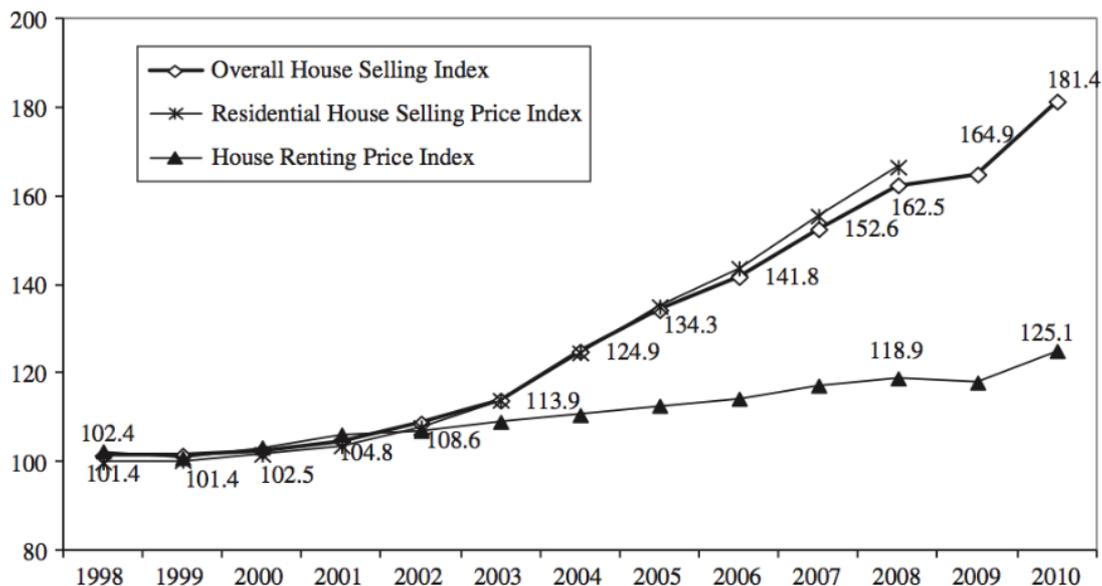
Figura 2.4 - Price-to-income ratios of home prices in selected Chinese cities.

Bubble if > 7



Un altro punto da non sottovalutare, come abbiamo visto, è quello relativo alla differenza di aumento dei costi necessari per l'acquisto di una casa e quelli per l'affitto di quest'ultima. I motivi di una tale differenza sono da ricercare nel più recente passato, facendo riferimento al decennio scorso. Difatti, in questo periodo di riferimento, la proporzione di case comprate come accaparramento e speculazione è aumentata in modo sostanziale. Ciò è evidenziato, come possiamo vedere dalla **figura 2.5**, da un incremento dei prezzi degli affitti che non segue quello di vendita degli appartamenti. Difatti, i due indici mostrano una chiara e crescente divergenza dal 2003 in poi. Ad esempio, rispetto al 2003, i prezzi delle case nel 2004 sono aumentati del 9,7% con un tasso di crescita dei prezzi degli affitti pari, solamente, all'1,4%. Tale divergenza implica che le persone che possiedono più proprietà hanno comprato le case non per vivere o investire, bensì per speculazione e accaparramento (Yao, Luo, & Wang, 2014). Il price/rent ratio risulta essere uno degli indicatori più utilizzati per testare la possibile esistenza di una bolla immobiliare, in quanto riassume il concetto di arbitraggio.¹⁶

Figura 2.5 - Andamento dei prezzi delle case e dei prezzi di affitto dal 1998 al 2010



Fonte; National Bureau of Statistics (2010)

Infine, la sopravvalutazione dei prezzi ha una rilevanza non indifferente in questa analisi. Secondo Yao et al. (2014), infatti, i prezzi delle abitazioni in Cina sono rigonfiati di una percentuale che va dal 100

¹⁶ Un'opportunità di arbitraggio, definita in questo modo così rigoroso, è quindi la possibilità di ottenere un profitto comprando e vendendo titoli a prezzi diversi senza correre alcun rischio.

Gli investitori che sono in grado di individuare le opportunità di arbitraggio possono agire immediatamente acquistando il titolo venduto a un prezzo minore e vendendo il titolo a un prezzo maggiore, lucrando la differenza.

al 200%, con picchi a Shanghai e Pechino al 400%. L'esistenza di questa bolla all'interno del mercato immobiliare avrebbe portato ad un forte *effetto spiazzamento*¹⁷, nei confronti di settori diversi da quello immobiliare. (Yao, Luo & Loh, 2013).

L'evidente eccesso di offerta rispetto alla domanda, come abbiamo visto all'interno di alcune "Tier II e III Cities", è evidenziato da Chivakul, Lam, Liu, Maliszewski e Schipke (2015), e viene visto come uno dei sintomi principali del fenomeno dell'*overbuilding*, e dell'*oversupply*. Ciò si traduce direttamente nel fenomeno della speculazione, con la conseguente esistenza di una bolla immobiliare (Gottardo, 2016).

2.2.1 Uno dei fattori della bolla immobiliare: il *crowding out effect*

Uno dei principali interrogativi che è utile porsi e che andremo ad analizzare all'interno di questo paragrafo è se il problema della bolla speculativa immobiliare derivi dal lato della domanda o dal lato dell'offerta. Sotto questo punto di vista, vi sono diversi elementi da analizzare. Dal punto di vista dell'offerta, possiamo trovare diverse distorsioni che risultano riconducibili all'elevata redditività degli investimenti immobiliari per i governi locali. Questi ultimi, infatti, ottengono i propri vantaggi dalle tasse che ottengono sugli immobili per finanziare la spesa pubblica. Questi stessi investimenti vengono considerati importanti per la crescita economica a livello locale e nazionale. Proprio per questo non vengono ostacolati, bensì vengono spesso incoraggiati, anche con trattamenti fiscali agevolati.¹⁸

Dal punto di vista della domanda, invece, la situazione si fa decisamente più complessa. Tralasciando, infatti, le componenti legate ad elevati tassi di urbanizzazione e crescita del PIL e del PIL pro capite, le cause sono da ricondursi, a livello di attività speculativa, alle avverse condizioni del mercato finanziario cinese, non sufficientemente liberalizzato e che difficilmente si apre ai mercati internazionali. Analizzando la situazione da un punto di vista finanziario, infatti, è facile capire che abbiamo problemi legati alla mancanza di investimenti redditizi alternativi. Difatti, storicamente, il mercato immobiliare risulta essere un mercato storicamente redditizio per la Cina, ma vi sono tutta una serie di vincoli legati alla concessione di crediti nei confronti delle imprese, e aggirati principalmente attraverso lo *shadow banking*.¹⁹ L'utilizzo di quest'ultimo elemento ha, inoltre,

¹⁷ Il *crowding out effect* (effetto spiazzamento) in questo contesto si riferisce alla sostituzione di investimenti a valore aggiunto positivo con investimenti immobiliari, nel caso particolare di investitori appartenenti alla categoria imprenditoriale.

¹⁸ Datas available at IMF Report on China, 2013; IMF Report on China, 2014.

¹⁹ L'espressione *shadow banking system* è stata introdotta nell'agosto del 2007, quando in un intervento presso il simposio annuale della Federal Reserve, a Jackson Hole, Paul McCulley lo definì come un fenomeno in cui "a differenza

contribuito fortemente al crescere della bolla immobiliare. Un altro fattore che, dal lato della domanda, ha contribuito particolarmente ad alimentare la bolla, ed è stato alimentato dalla stessa, è rappresentato dal *crowding out effect*. Quest'ultimo è definito come il fenomeno secondo il quale, all'aumentare del valore degli immobili iscritti a bilancio, le imprese aumenterebbero gli investimenti immobiliari stessi. Questo processo si traduce in un *crowding out* (spiazzamento) nei confronti degli investimenti relativi al loro *core business*, contribuendo all'incremento della bolla e alla diminuzione della produttività totale delle imprese. Difatti, ciò che accade è che quest'ultime si concentrano principalmente su investimenti estranei alla loro attività principale. Sotto questo punto di vista, gli asset immobiliari hanno funzione di *store of value*²⁰, anche senza fornire flussi di cassa. (Liu & Zhou 2015) Risultano, quindi, essere investimenti ottimi per le imprese per due motivi fondamentali:

1. Nonostante l'elevata redditività marginale del capitale, le imprese sono soggette a vincoli di prestito. Il subire il *credit constraint* condurrebbe le imprese a ricercare investimenti fissi redditizi, come quelli nel settore immobiliare.
2. A causa della bassa redditività, per alcuni tipi di compagnie, come ad esempio le SOEs (*State Owned Enterprises*), risulta più conveniente e redditizio speculare nel settore immobiliare, piuttosto che focalizzarsi sul loro *business* principale.

Tutto ciò porterebbe al crearsi di un circolo vizioso, in quanto le imprese che risultano in grado di accedere al credito utilizzerebbero i fondi ottenuti per alimentare lo stesso mercato immobiliare, al posto di concentrarsi sulla propria attività principale.

In un Paese come la Cina, che non è dotato di forti investimenti redditizi alternativi, che possiede un mercato del credito fortemente controllato a livello statale, fenomeni del genere prendono piede facilmente anche nelle imprese. Possiamo vedere ciò attraverso un'attenta analisi dei dati a noi disponibili. Il 45% delle imprese detiene un immobile, e gli investimenti in asset fissi di natura immobiliare influiscono sul 15% del totale (Chen, Liu e Zhou, 2015). Inoltre, come possiamo vedere dalla **tabella 2.1**, vi è una forte influenza che le variazioni di prezzo hanno su diversi tipi di investimenti delle varie imprese. Ciò sostiene ancora di più il fenomeno analizzato del *crowding out effect*.

delle banche tradizionali che si finanziano prevalentemente attraverso i depositi e hanno accesso, se necessario, alla liquidità di banca centrale, queste "banche ombra non regolamentate" raccoglievano attraverso il mercato, esponendosi a una potenziale carenza di liquidità, con il rischio di dovere vendere forzosamente e a prezzi ridotti le attività in portafoglio o chiedere supporto alle entità "sponsor". NIFA – New International Finance Association World Finance Forum 2015

"La rinascita economica e finanziaria in Europa e in Italia".

²⁰ Lo "store of value" rappresenta un bene che può essere salvato, recuperato e scambiato in un momento secondario.

Tabella 2.1 - Tabella dei coefficienti

	Non-Land Investment		Commercial Land Investment		Land Owner Firms Industrial Land Investment		%Non-Land Investment	%Commercial Land Investment	% Industrial Land Investment
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	IV	IV	IV
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Land Value	-0.065** (0.027)	-0.138** (0.065)	0.173*** (0.021)	0.246*** (0.060)	0.056*** (0.006)	0.005 (0.010)	-0.345*** (0.072)	0.313*** (0.092)	-0.002 (0.029)

Fonte; Chen, Liu e Zhou, 2015.

Analizzando la tabella riusciamo a notare come il variare dei prezzi abbia un vero e proprio effetto negativo sugli investimenti che non sono immobiliari, e di come l'effetto sia rilevante verso gli investimenti immobiliari delle imprese, che aumentano. Possiamo vedere, infatti rispettivamente, coefficienti negativi e coefficienti strettamente positivi. (Gottardo, 2016)

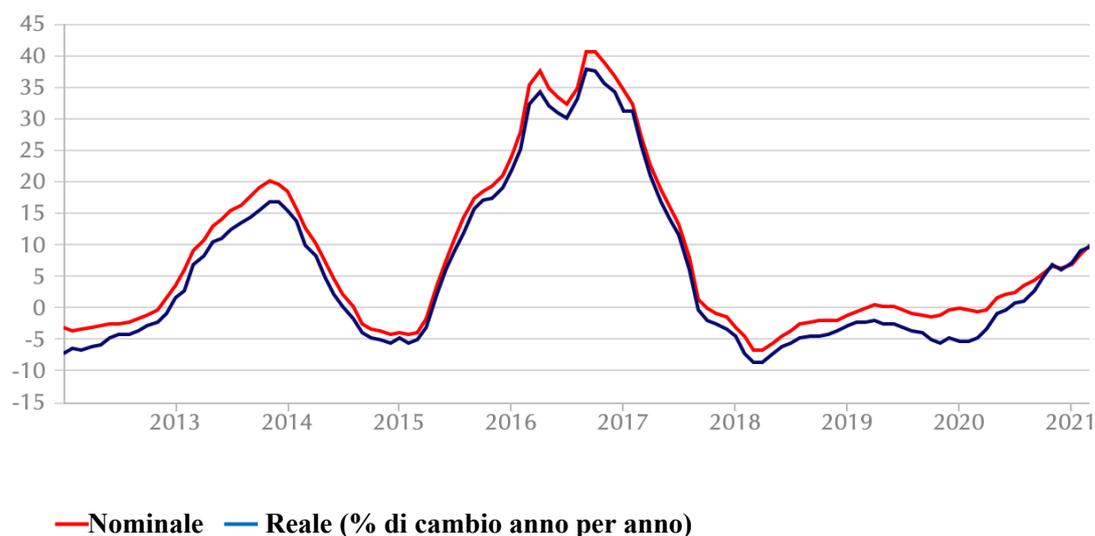
I motivi che hanno portato alla creazione di una così importante bolla immobiliare sono molteplici. Elementi all'interno del mercato, andamento dei prezzi e analisi di domanda e offerta ci permettono di capire meglio l'andamento di un mercato importante, ma allo stesso tempo decisamente instabile. L'analisi del *crowding out effect*, inoltre, ci fa aprire gli occhi su uno degli elementi fondamentali che hanno portato, nel corso degli ultimi due decenni, ad una crescita molto decisa e che adesso sta trascinandoci l'economia cinese a fronteggiare la possibile esplosione di una, sempre più grande, bolla immobiliare.

2.3 Il mercato immobiliare cinese oggi e il suo impatto sul PIL del Paese

La forte crescita dei prezzi delle abitazioni in Cina, a partire dal 2016, è andata via via diminuendo. Le numerose politiche attuate per il controllo di una sempre più forte componente inflazionistica pare stiano iniziando a dare i loro frutti. Infatti, l'esponentiale incremento dei prezzi sperimentato a partire dall'inizio dell'attuazione delle riforme per la privatizzazione del mercato immobiliare ha lasciato spazio ad un'ulteriore crescita, che risulta, però essere decisamente più lenta. L'aumento dei prezzi, come possiamo vedere dalle *figure 2.6 e 2.7*²¹, dal punto di vista percentuale, in Cina è diminuito radicalmente.

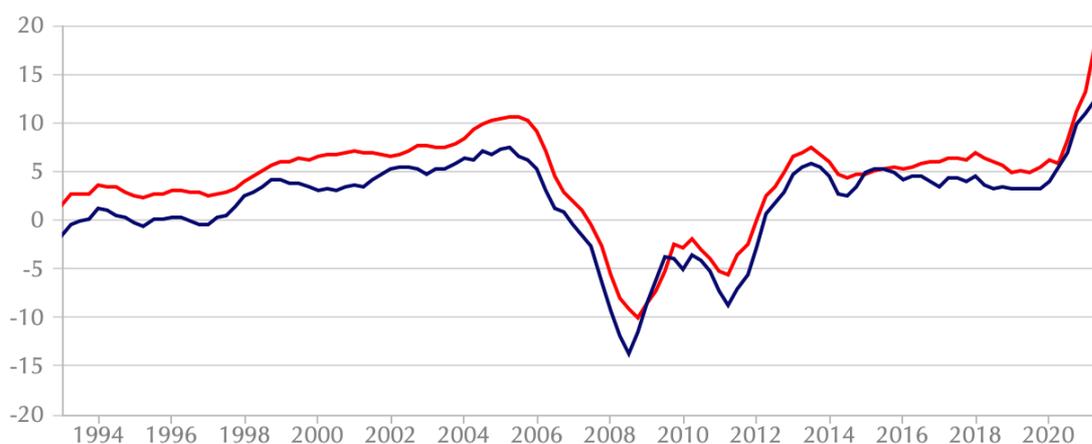
²¹Datas from Global Property Guide

Figura 2.6 - Prices House Index in China (%)



Fonte; Ehomeday.

Figura 2.7- Prices House Index in the US (%)



Fonte; S&P/Case-Shiller.

Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, il confronto col tasso di crescita dei prezzi delle case negli Stati Uniti ci fa capire molte cose. Difatti, da un certo momento in poi, un appartamento a Shanghai costava di più di uno a New York e l'incremento generale dei prezzi aveva portato ad una generale sopravvalutazione del valore delle abitazioni. Il fatto che, fino a pochi anni fa, il "Prices House Index" in Cina crescesse otto volte più velocemente rispetto a quello degli US ci permette di capire l'importanza che questo mercato ha assunto, nel giro di pochi decenni, all'interno di quella che è, ad oggi, la seconda economia più sviluppata al mondo. Allo stesso tempo, però, l'impressionante

decremento percentuale che possiamo vedere dai grafici sopra riportati, ci mostra l'estrema incostanza della crescita di un settore che, da un lato rappresenta una fetta importante per il PIL del Paese, ma dall'altro va seguito con attenzione, in quanto, una sua possibile caduta, potrebbe avere effetti devastanti sull'andamento dell'economia globale.

Ad oggi, questo decremento percentuale sembra non avere intenzione di fermarsi. Nel Gennaio e Febbraio del 2022, uno dei giganti del settore, *Country Garden Holdings Co Ltd.*²² ha riportato un abbassamento, in termini di prezzi di vendita delle abitazioni, pari al 14%, rispetto allo stesso periodo nell'anno precedente. Il *Logan Group*, una compagnia decisamente più piccola, ha invece segnalato che i prezzi medi di vendita sono crollati del 40%, su base annua, nei primi due mesi del 2022. Riferendosi al mercato immobiliare, Lin Bo, vicedirettore della ricerca al CRIC, un fornitore di dati sul mercato immobiliare, ha recentemente dichiarato:

“The market has yet to show a clear recovery, and the supply, demand and prices are going down.”

Questa fortissima contrazione dei prezzi è dovuta principalmente al fatto che, per evitare il *default*, tantissime compagnie immobiliari stanno vendendo appartamenti il più in fretta possibile, trasformando queste vendite nella loro maggiore risorsa di moneta. Uno dei principali agenti immobiliari di Zhengzhou ha dichiarato, riferendosi agli acquirenti:

“People have lost confidence, on one hand, they are worried that developers won't be able to finish the construction; therefore, they will lose money. On the other hand, they are worried that prices will keep dropping.”

Infine, a Xinjiang, una III Tier City nella provincia di Henan, è stata recentemente pubblicata una pubblicità con l'intento di trasformare potenziali acquirenti in acquirenti effettivi, proponendo in omaggio con l'acquisto di una casa, una “luxury car”.

*“Buy a house and get a luxury car. Buyers of selected apartments can get cars worth 100,000 yuan, the equivalent of about \$16,000, while some purchasing villas could receive a Mercedes-Benz worth 300,000 yuan.”*²³

²² Country Garden Holdings Co. Ltd. opera nel mercato immobiliare. Si occupa dei seguenti segmenti: Costruzioni, Investimenti immobiliari, Gestione immobiliare e Gestione degli Hotel. La società è stata fondata nel 1992 da Kwok Keung Yeung.

²³Li (2022), The WSJ. China Says Housing Prices Are Stable, but Developers See Significant Declines.

Tutte queste dichiarazioni e la **figura 2.8** che ci mostra il cambiamento percentuale, mese per mese, dei prezzi delle case nelle 70 principali città cinesi, ci permettono di avere un quadro chiaro dell'andamento del mercato immobiliare.

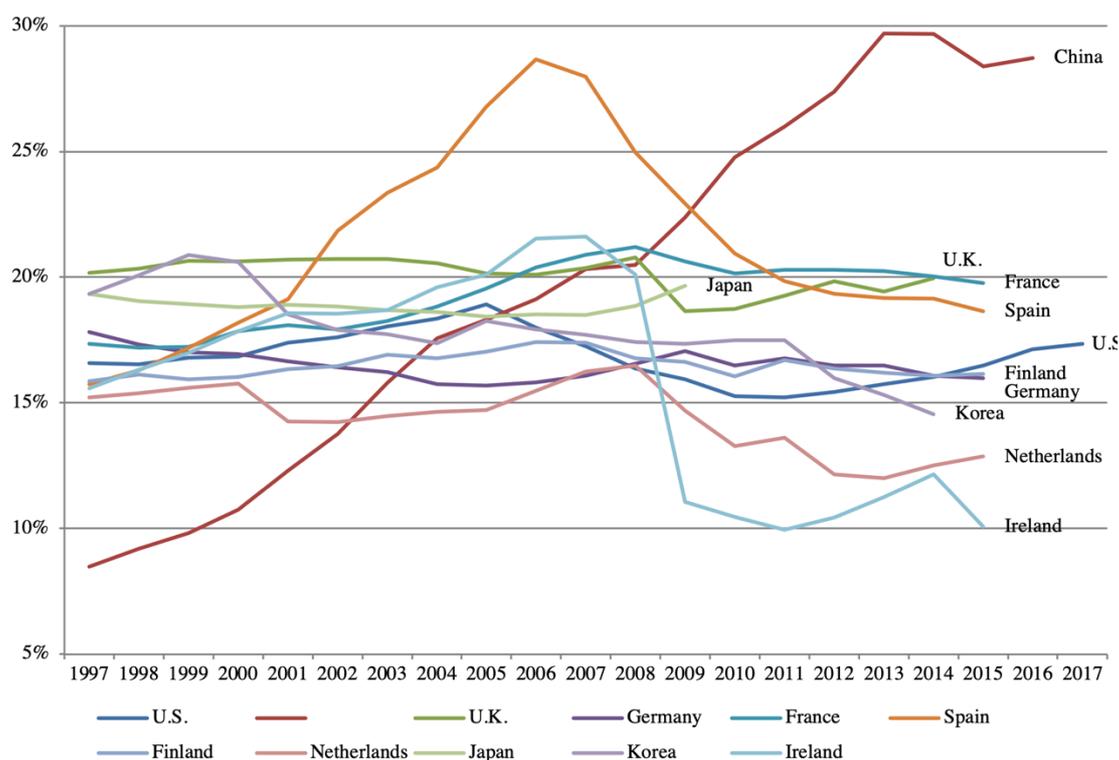
Figura 2.8 - Variazione media (mese su mese) dei prezzi delle nuove case in Cina



Fonte; China's National Bureau of Statistics, Shanghai E-House Real Estate Research Institute

Difatti, la paura del popolo cinese ad investire in un mercato così incerto, la presenza di una grande quantità di abitazioni ancora oggi inabitate, l'andamento altalenante del tasso di crescita dei prezzi e le grandi differenze tra classi sociali che esistono in Cina rispecchiano pienamente la situazione del mercato immobiliare del Paese. Le riforme che hanno portato alla privatizzazione dei settori hanno aiutato la Cina a riguadagnare la competitività e la forza che essa stessa diceva di non possedere alla fine del secolo scorso. La crescita del mercato immobiliare ha contribuito, dal 1999 al 2010, ad una crescita media annua del GDP del 10% (Man, Zheng e Ren, 2011). Nel 2011 il settore occupava il 12% del GDP (IMF Report on China, 2012), mentre nel 2012 il 15% del GDP, il 14% dell'occupazione urbana totale e il 20% dei prestiti bancari (IMF Report on China, 2014). Gli spazi edificabili venduti crebbero del 439% dal 1999 al 2007 (Man, Zhen e Ren, 2011 e Gottardo, 2016). Nel 2017, il settore immobiliare costituiva il 29% del Pil cinese nel 2017 (l'anno completo di dati più recente). Questa percentuale immobiliare è decisamente superiore a quella osservata nelle altre economie sviluppate. Difatti, al secondo posto si trova il Regno Unito, il cui comparto immobiliare, comunque, non influisce più del 20% sul Pil (Rogoff & Yang, 2020). Ciò è visibile dalla **figura 2.9**, che, comparando l'impatto dell'immobiliare sul PIL di varie nazioni, ci permette di capire l'importanza che questo mercato, ad oggi, rappresenta per la Cina.

Figura 2.9 – Quota della attività relative al real estate sul Pil per paese



Fonte; KLEMS

Il mercato immobiliare rappresenta, tutt'oggi, per la Cina, un muro portante per la sua economia. Il comparto ha visto una crescita che pareva inarrestabile, e che era accompagnata in modo fragoroso da una più ammaestrata ascesa geopolitica e diplomatica. Nel corso degli anni, come abbiamo analizzato nei paragrafi precedenti, abbiamo visto incrementi forti dal punto di vista dei prezzi ed una crescita di svariate compagnie, che hanno permesso, col passare del tempo, di assistere alla più importante ascesa che questo settore potesse fare. Il 2021 è stato l'anno in cui il motore propulsore si è inceppato. Oggi il settore immobiliare rischia di essere diventato un ostacolo, una zavorra alla prodigiosa crescita economica cinese.

CAPITOLO 3: La caduta di un colosso; il caso Evergrande

Premessa

L'esplosione del mercato immobiliare in Cina a partire dagli anni '90 ha permesso, seppur in modo eterogeneo, la crescita esponenziale di compagnie ed aziende che lavoravano nel settore. La, prima parziale, e poi totale privatizzazione del mercato, ha permesso ad un numero enorme di imprenditori di approcciare un settore fino a quel momento sconosciuto, soddisfacendo la loro sete di espansione e il loro desiderio di arricchimento. È in questo contesto, contornato da sfaccettature che abbiamo analizzato nei capitoli precedenti, che nascono le prime compagnie immobiliari. Ben presto, l'evoluzione dell'economia cinese e i grandi balzi che quest'ultima ha compiuto nello svilupparsi, sia a livello locale, che a livello internazionale, si è tradotta in un arricchimento smisurato da parte di, più o meno giovani, imprenditori di successo. Uno dei casi più eclatanti di questa crescita smisurata è sicuramente rappresentato dal gruppo Evergrande. Nel seguente capitolo, infatti, proveremo ad analizzare e a dare una spiegazione al come, da una piccola realtà, Evergrande sia diventato, prima, uno dei più grandi giganti dell'economia globale, poi una delle compagnie più indebitate del pianeta, ed infine elemento di seria preoccupazione per la salute dell'economia cinese.

3.1 La storia di Evergrande

Per capire al meglio la situazione corrente in Cina, ci è sicuramente utile capire in che modo Evergrande sia diventata la seconda compagnia immobiliare cinese (Banerjee, Akhtaruzzaman, & James, 2021) per grandezza e di come questo sviluppo sia avvenuto così rapidamente. Nel 1992, un giovane dirigente di azienda, Xu Jiayin, si trasferisce a Shenzhen, in seguito al trasferimento di una buona fetta dei migliori imprenditori cinesi in quella stessa zona, in quanto la città era diventata il centro di una delle prime Zone Economiche Speciali (ZES) della Cina. Questa scelta non fu casuale, in quanto Shenzhen si trova sulla costa orientale cinese, che di lì a poco sarebbe diventato uno dei punti di sviluppo economico più importanti del mondo, e soprattutto si trova vicino ad Hong Kong, per cui era previsto a breve il ritorno alla madrepatria cinese, e di cui si pensasse potesse fungere da carro trainante per lo sviluppo economico delle aree circostanti.

Nel 1996 Xu Jiayin fonda *Engda* (traducibile come “grande sempre”), che ben presto, precisamente l'8 febbraio del 1997, sulla linea del nome precedente, diventa Evergrande. L'obiettivo era fin da

subito orientato alla creazione di grandi complessi abitativi ed industriali e, visto il contorno sociale e macroeconomico del paese in quel momento, che stava vivendo una delle più grandi migrazioni nella storia, con milioni di cinesi che si muovevano dalle campagne alle nuove Zone Economiche Speciali, ed i forti rapporti stretti dalla compagnia con diversi dirigenti del PCC (Partito Comunista Cinese), Evergrande visse, fin da subito, una crescita continua e costante. La continua costruzione di nuove case ed uffici, prima a livello locale, e poi in tutta la Cina, porta la compagnia ad espandersi sempre di più, andando ad acquistare terreni dai governi locali, e portando ad un conseguente aumento dei prezzi di questi ultimi. Evergrande si trova costretta, vista la spietata concorrenza sviluppatasi nel corso degli anni, a vendere a prezzi sempre minori, diminuendo il margine di profitto e rallentando inizialmente la sua crescita. Nonostante i numerosi ostacoli, la compagnia si trova a vivere, a partire dall'inizio degli anni '2000, la più grande espansione, dal punto di vista economico, della sua giovane storia. In seguito a ciò, la compagnia inizia a diversificare fortemente, andando ad occupare settori totalmente differenti rispetto all'immobiliare, come ad esempio quello della finanza, del turismo e dello sport. (Sun & Cao, 2021). Ma da cosa nasce la necessità di una così forte diversificazione? La compagnia ha fortemente bisogno di denaro per proseguire coi suoi investimenti, ed un iniziale, ma progressivo, decremento dello spostamento della popolazione, rende sempre più difficile trovare degli acquirenti per gli immobili. Nonostante ciò, gli investimenti all'interno della compagnia continuano, portando anche alla creazione di vere e proprie "Città Fantasma". La diminuzione degli spostamenti dalle campagne alle aree industriali non permette ad Evergrande di vendere altre abitazioni e questo fattore, insieme allo scoppio della pandemia portata dal CoViD-19, mettono in crisi il colosso. Per analizzare correttamente il processo di crescita del gruppo, risulta utile andare a vedere più da vicino il suo percorso finanziario, dividendolo in tre fasi distinte.

La prima fase, che va dal 1996 al 2002, rappresenta quella di sviluppo. Come abbiamo visto, è il periodo in cui il settore immobiliare si è sviluppato in modo estremamente veloce. Quando nacque, il gruppo Evergrande non aveva grande liquidità, ed ha quindi dovuto, necessariamente, fare affidamento su finanziamenti esterni per l'ottenimento di fondi. Attraverso questi fondi, la società ha continuato ad espandersi, fino ad arrivare alla quotazione in borsa, sotto il nome della società "Joan Energy", per poi cambiare nome, nel 2002, e diventando ufficialmente Evergrande Real Estate. La seconda fase, che va dal 2003 al 2009, è caratterizzata da un periodo di sviluppo costante. A causa del disordine del mercato azionario cinese in quel periodo, lo sviluppo in borsa ha visto non pochi problemi, con la società che è stata quindi rinominata LVJING REALESTATE CO, LTD nel 2006. A partire dal 2004, la Cina ha visto una flessione dell'andamento del suo mercato immobiliare, che è culminata con la crisi del 2008. Per far fronte a queste difficoltà, nel 2006, il Gruppo ha firmato un contratto con un consorzio tripartito composto da Deutsche Bank, Temasek e Merrill Lynch. Questo

consorzio ha successivamente investito 400 milioni di dollari in Evergrande, per acquistarne azioni privilegiate convertibili. Nel solo anno 2008, il Gruppo Evergrande ha raccolto un totale di 506 milioni di dollari da sei società di investimento, tra cui Merrill Lynch Asia, Deutsche bank e Cheng Yu-tung, sotto forma di finanziamento azionario, ai fini della risoluzione della crisi che la società stava affrontando. La terza fase, che va dal 2008 in poi, è caratterizzata dall'ingresso nella borsa di Honk Hong. Da quel momento in poi, la società ha visto una fortissima crescita sotto diversi punti di vista. A partire dal 2016, il gruppo ha firmato diversi investimenti strategici con 8 compagnie diverse. Tra queste troviamo CITIC Juheng, Guangtian Investment and Huagang Investment, per un finanziamento totale pari a 30 miliardi di yuan, che rappresentava, immediatamente dopo l'investimento, il 13,16% delle azioni. Nel 2017, il Gruppo Evergrande ha condotto un secondo round di finanziamenti strategici, raccogliendo un importo totale di 39,5 miliardi di yuan, pari al 14,74% delle azioni. Nel corso del terzo, ed ultimo, round di finanziamenti, la compagnia ha raccolto un totale di 60 miliardi di yuan, in questo caso pari al 14,11% delle azioni dopo l'investimento. Nel giro di tre anni e attraverso tre cicli di finanziamenti strategici e mirati, il Gruppo Evergrande ha raccolto circa 130 miliardi di yuan, consolidando la sua posizione da leader nel mercato immobiliare. (Sun & Cao, 2021). Come possiamo vedere dalla **tabella 3.1**, inoltre, il 2016 ha rappresentato un anno di svolta per la compagnia.

Tabella 3.1 - Indicatori di bilancio per gli anni 2015-2017

Indicators	Year		
	2017	2016	2015
Net profit (million)	37049	17617	17340
Owner's equity (million)	242208	192532	142142
Return on Equity (%)	15.30	9.15	12.20
Net profit Growth rate (%)	110.30	1.60	-3.75
Asset-liability ratio (%)	86.25	85.75	81.22
Liquidity ratio (%)	140.38	151.85	134.09
Quick rate (%)	140.37	15182	133.80

Fonte; Sun, Y., & Cao, Z. (2021).

Gli indicatori di bilancio risultano utili per analizzare lo stato di salute di un'azienda. Dal 2016 al 2017, il Gruppo Evergrande ha visto un tasso di crescita del proprio Net Profit pari al 110,3%. Il ROE, nello stesso periodo, è aumentato del 6%, indice di un forte aumento della redditività del capitale proprio. D'altra parte, però, come possiamo vedere dalla **tabella 3.2**, *l'asset-liabilities ratio* risulta essere particolarmente elevato. La "warning line" è del 60% e, attraverso una crescita lenta, ma costante nel tempo, Evergrande ha raggiunto valori ben al di sopra dell'80%.

Tabella 3.2 - Assets & Liabilities

Indicators	Year		
	2017	2016	2015
Total Assets (million)	17618	13509	7570
Total liabilities (million)	15195	11583	6149
Current liabilities (million)	10849	7334	4567
Current liability ratio (%)	71.39	63.31	74.27
Current assets (million)	15229	11136	6123
Current assets ratio (%)	86.45	82.44	80.89

Fonte; Sun, Y., & Cao, Z. (2021);

Un asset-liabilities ratio così elevato è indicatore del fatto che la compagnia ha un'enorme quantità di debito a lungo termine, e che è sotto ad una fortissima pressione per il risanamento di quest'ultimo. In questa situazione, risulta quindi quasi obbligatorio per la compagnia ampliare i canali e le modalità di finanziamento (Sun & Cao,2021). Nonostante il percorso di crescita che questa compagnia ha vissuto sia stato eccezionale, ad oggi i problemi non sono pochi, e non si fa altro che parlare del “Caso Evergrande” e di come il gruppo sia passato dall'essere elemento trainante del mercato immobiliare cinese, ad una possibile Lehman Brothers 2.0.

3.1.1. Cos'è Evergrande oggi

Ad oggi, il gruppo Evergrande è la seconda compagnia immobiliare di tutta la Cina, ed una delle società di maggiore rilevanza nel settore, sia a livello continentale, che globale. Nonostante la sua storia sia relativamente recente, la compagnia è un vero e proprio colosso. Forte è la partecipazione del PCC (Partito Comunista Cinese) all'interno della società, che, a partire dall'inizio degli anni 2000, ha instaurato forti rapporti con funzionari e membri di quest'ultimo. La società, però, è stata sotto i riflettori nell'ultimo periodo per motivi sicuramente non positivi.

Evergrande ha un debito di circa 300 MLD di dollari e risulta, ad oggi, la compagnia più indebitata al mondo. Il suo debito rappresenta il 2% del PIL cinese, e circa 1/6 di quello italiano (Kumar Banerjee, James, 2021). Come abbiamo visto, la compagnia ha sperimentato una fortissima espansione negli ultimi anni. I suoi numeri risultano, ad oggi, impressionanti. Si parla infatti di 1.300 progetti immobiliari in più di 280 città della Cina, più di 200.000 dipendenti e un'occupazione indiretta creata di oltre 3,8 milioni di posti di lavoro. Dal 2004, al 2020, Evergrande è cresciuta ad un tasso del 44%, rappresentando la più grande crescita che una compagnia cinese abbia mai visto. Visti questi numeri e vista la forte partecipazione dello Stato, Evergrande è stata definita come un'azienda

“*Too Big To Fail*”. Nonostante ciò, nel corso del 2021, le sue azioni sono crollate dell’80% e la compagnia ha rischiato diverse volte il *default* (incapacità di un’emittente di rispettare le clausole contrattuali previste dal finanziamento). Ma quali sono stati gli elementi che hanno portato il Gruppo ad una situazione del genere? Per riuscire a comprendere a fondo quest’evoluzione, è utile ricordare la crescita immensa che la popolazione e l’urbanizzazione cinese ha visto a partire dal 1998.

Come abbiamo visto, il tasso di urbanizzazione in Cina è cresciuto in modo costante. A partire dal 2004, al 2020, centinaia di milioni di contadini hanno dato luogo a quella che, ad oggi, è la più grande migrazione della storia. La popolazione urbana è cresciuta, dal 1998, anno della riforma che ha cambiato il mercato immobiliare cinese, da 400 milioni di persone, a 900 milioni nel 2020. Tutti coloro che si spostavano dalle zone rurali alle città necessitavano un appartamento, e di qualcuno che li costruisse. I lavoratori che si occupano di costruzione degli appartamenti rappresentano, in Cina, il 12,6% della forza lavoro, raffigurando un introito importante per i diversi sistemi fiscali a livello locale. Questa grande migrazione, unita alla forte domanda di case ha dato vita al più grande boom immobiliare della storia. E’ in questo contesto che il Gruppo Evergrande fa la sua fortuna, trovandosi al posto giusto, al momento giusto. Chi lavora nel mercato immobiliare compra i terreni dai governi locali, costruendo appartamenti e vendendoli ai clienti prima del termine della costruzione di questi ultimi. I clienti si trovano costretti a dover pagare in anticipo per questi appartamenti. Questi fondi sono stati successivamente stanziati dal Gruppo per andare ad effettuare altri investimenti. Ciò avviene in un ambiente estremamente competitivo, in cui centinaia di compagnie immobiliari cercano di ottenere il maggior numero possibile di progetti, costruendo sempre di più. Questa situazione non ha, chiaramente, rappresentato motivo di gioia per i clienti, che si sono trovati ad aspettare mesi per il completamento di case pagate con largo anticipo. Evergrande ha, inoltre, approfittato degli enormi investimenti dall’estero, effettuati col fine di approcciare un mercato in fortissima espansione, la cui domanda sembrava non potesse mai esaurirsi. Dal 1996, infatti, il tasso di urbanizzazione è cresciuto ad un tasso del 4% annuo, per subire un forte tracollo nel 2020 al 2,2%. Il tasso di migrazione dei contadini nelle grandi città si è abbassato notevolmente, e la domanda immobiliare, che si pensava non potesse avere mai fine, si è abbassata vertiginosamente. Per far fronte ad un tasso di costruzione senza precedenti, che ha portato anche alla realizzazione di numerose città fantasma (vedi 1.1.2 “Le città Fantasma”), il governo ha attuato la c.d. “Three Red Lines” Policy. Questa politica si basa su tre indicatori di bilancio, la cui soglia deve essere rispettata per l’accesso a prestiti bancari. Il primo è rappresentato dal “*Liability to asset ratio*”, che deve essere al di sotto del 70%. Quest’indicatore è stato introdotto per evitare che le compagnie si indebitassero troppo. Il secondo è il “*Net Gearing Ratio*”, che deve essere al di sotto del 100%, che rappresenta il debito rispetto al capitale netto. Infine, il terzo indicatore è rappresentato dal “*Cash To Short Term Ratio*”, di più di uno, che rappresenta il

fatto che la compagnia ha più liquidità rispetto ai debiti a breve termine. Pochissime compagnie riescono, tuttora, a rientrare in questi standard, perdendo l'effettivo accesso ai prestiti bancari, senza avere, di fatto, la possibilità di chiedere liquidità. Nello stesso momento, il governo cinese ha imposto alle banche una riduzione graduale dell'emissione di mutui ipotecari. Evergrande si è trovata, quindi, in una situazione in cui non riusciva a vendere appartamenti, ma non aveva neanche accesso ai mutui ipotecari, trovandosi di fronte a delle serie difficoltà nel ripagare i prestiti che aveva ottenuto. La *“Three Red Lines” Policy* ha in qualche modo fermato l'utilizzo, da parte delle grandi compagnie, di debiti per ripagare altri debiti. I forti investimenti dall'estero erano, inoltre, guidati dal pensiero comune per il quale un governo così presente all'interno del Paese, come quello rappresentato dal PCC, non potesse mai lasciare compagnie di una tale portata fallire. L'ascesa economica di Evergrande e del mercato immobiliare può essere rappresentata da una torre, formata da diversi pilastri che rappresentano le fondamenta di tale crescita. Se uno o peggio, più di un pilastro crolla, ne risente tutta la torre, portando ad una graduale distruzione della compagnia e del mercato in cui opera. L'insieme di tutti questi fattori ha portato ad un tanto impressionante, quanto veloce, declino per una società che, ad oggi, si trova in grandissime difficoltà. Uno dei momenti in cui si è quasi arrivati al default è stato nel settembre del 2021, quando Evergrande non è riuscita a pagare alcuni *wealth management products*. Il *wealth management market* è dove la classe media investe i suoi risparmi. Questi ultimi vengono solitamente destinati al mercato immobiliare, ad alcune delle tantissime compagnie che rappresentano il settore. Questi risparmi non sono mai stati restituiti da Evergrande, causando numerosissime proteste nella sede principale di Shenzhen, ed un numero gigantesco di denunce nei confronti del Gruppo. Questo momento ha cambiato totalmente la percezione della compagnia. La classe media, che inizialmente sospettava di una possibile crisi, si è resa conto del fatto che uno dei colossi del mercato immobiliare stesse crollando a picco. Tra il settembre e l'ottobre del 2021, il Gruppo ha mancato il pagamento di tre cedole di interessi sul debito corporate per una quantità di rispettivamente 46, 83 e 148 milioni di dollari. L'indebitamento elevatissimo e il mancato rispetto delle linee guida imposte dalla *“Three Red Lines” Policy* hanno portato le principali società di ranking a svalutare le azioni del Gruppo. Evergrande viaggiava e si sta muovendo tutt'ora sulla linea del fallimento. Il 23 ottobre, infatti, la compagnia è riuscita a pagare, ad un giorno dalla scadenza dei 30 giorni successivi al termine massimo per il pagamento di un bond estero, una delle tre cedole per 83,5 milioni di dollari, evitando così il *default*. Nonostante ciò, il mancato pagamento del 23 settembre ha scatenato la volatilità sui mercati internazionali e accelerato la resa dei conti sulla salute del settore immobiliare cinese (Fatiguso, 2021). Non è la prima volta che il Gruppo si troverà in una situazione simile. Appena un mese e mezzo dopo, precisamente l'11 novembre 2021, la compagnia sfiora di nuovo il *default*, riuscendo a pagare, ancora una volta il giorno prima, la seconda cedola da 148 milioni di dollari. Evergrande si trova in bilico. I continui pagamenti mancati rappresentano

motivo di grande preoccupazione per la società e per gli investitori esteri. I diversi istituti di *rating* stanno, inesorabilmente, massacrando il valore delle azioni del Gruppo, che ad oggi non sa a chi aggrapparsi per riuscire ad elaborare una strategia per il risanamento del suo debito *monstre*. Recentemente, inoltre, Evergrande ha mancato la scadenza per la presentazione del bilancio 2021, a causa di “*complicazioni con i libri contabili*”. Le numerose problematiche della società sono indicatrici dello stato di salute del mercato immobiliare cinese, che, dopo aver rappresentato uno dei cavalli di battaglia del boom economico del Paese, si sta deteriorando sempre di più. Tutto ciò ha portato ad enormi difficoltà, che le compagnie del settore stanno vivendo, nell’ottenimento di prestiti dall’estero per far fronte alla forte crisi che il settore sta vivendo.

3.2 Cosa succede se Evergrande fallisce?

Il Gruppo Evergrande ha avuto un impatto gigantesco sul settore immobiliare e il suo, ormai sempre più probabile, fallimento potrebbe avere cause devastanti sull’economia cinese.

300 miliardi di debiti rappresentano il 2% del PIL della Cina, il fatto che la compagnia possa sperimentare un *default* potrebbe, da un lato, portare all’apertura di processi che potrebbero andare avanti per diversi anni, e dall’altro, avere conseguenze inimmaginabili sull’intero settore immobiliare e sull’economia del Paese. Una caduta del genere rappresenterebbe, per quella che è la seconda economia al mondo, la più grande bancarotta della sua storia. Ad oggi, non si sa quali potrebbero essere le precise conseguenze del fallimento di Evergrande. In un certo qual modo, il caso Evergrande è stato comparato con quello Lehman Brothers del 2008, il cui collasso ha generato la crisi finanziaria del 2008. Ma queste due compagnie sono così simili? La caduta di Evergrande potrebbe avere le stesse conseguenze di quella della sua controparte americana?

3.2.1 Una nuova Lehman Brothers?

Ci sono numerosi parallelismi tra i due colossi, ma anche numerose differenze. Difatti, vi sono opinioni contrastanti in merito al seguente confronto, che si basano su diverse variabili. Da un lato, numerosi studi sostengono che il default di un gigante di questa portata potrebbe portare a conseguenze devastanti a livello continentale, con un coinvolgimento anche dell’Europa e dei Paesi che hanno sviluppato rapporti commerciali con l’Asia. Qualora una compagnia definita come “Too Big To Fail” fallisca, quindi, le conseguenze sarebbero distruggenti. Dall’altro, la maggior parte delle analisi effettuate evidenzia il fatto che le conseguenze di un possibile *default* sarebbero decisamente

più contenute, e non coinvolgerebbero mercati esterni a quello cinese. La maggior parte di questi studi si basa sulle numerose difformità tra Evergrande e Lehman Brothers che effettivamente, non possono essere ignorate.

La prima, e sostanziale, differenza, riguarda le dimensioni dell'esposizione. Per quanto Evergrande possa rappresentare la possibile bancarotta più grande della storia della Cina, la banca d'affari americana risultava avere debiti decisamente più elevati. Si parla, in questo caso, di 300 miliardi per la società cinese e di 500 miliardi per la banca d'affari americana. Un'altra, fondamentale, distinzione che occorre fare è relativa al ruolo del governo all'interno dei due Paesi. La Cina è, infatti, sotto un rigido sistema di governo, caratterizzato dal dominio del Partito Comunista Cinese. Difatti, nonostante il Presidente Xi Jinping abbia, in qualche modo, "ostacolato" le compagnie del settore con l'introduzione della "*Three Red Lines*" Policy, il governo cinese ha davanti a sé una situazione decisamente più definita, e una possibilità indiscutibilmente più elevata di agire rispetto al governo degli Stati Uniti nel 2008. Sarebbe controproducente per lo stesso apparato burocratico lasciar fallire una compagnia del genere, in quanto porterebbe a milioni di disoccupati, con una riduzione sostanziale del PIL ed una diminuzione della qualità della vita. Inoltre, la struttura dei gruppi risulta essere radicalmente differente. Evergrande, difatti, possiede anche proprietà solide e reali, mentre Lehman deteneva solo attività immateriali che spesso risultavano fittizie.

La compagnia cinese, tra l'altro, non risulta essere così connessa col resto del mondo e con i diversi istituti finanziari quanto Lehman Brothers. Ciò è parzialmente intuibile anche dal fatto che, dei 300 miliardi di debiti, meno del 10% derivano dall'estero (Daga & Galbraith, 2021). Se andiamo a confrontare i due colossi, ci rendiamo conto del fatto che, al contrario del colosso cinese, la società americana aveva connessioni in tutto il mondo e il debito della compagnia poteva in qualche modo colpire istituti finanziari anche al di fuori degli Stati Uniti. Le riserve valutarie globali risultano essere totalmente differenti.²⁴ La Repubblica Popolare Cinese raggiunge, con lo yuan, il solo 2,5% delle riserve, mentre il dollaro risulta essere la valuta più diffusa al mondo, andando a superare il 60%. Infine, il caso "Evergrande" non è rischioso quanto un asset finanziario. Nella compagnia statunitense c'erano decine di miliardi di dollari di derivati, i c.d. *credit-default swaps*²⁵, la cui qualità risultava essere particolarmente incerta. Il crollo della banca ebbe come punto cardine il crollo del mercato dei derivati, e, conseguentemente, dei titoli in cui erano impacchettati i mutui *subprime*, portando a numerosi dubbi sulla salute di altri istituti finanziari. Le bolle che si creano, inoltre, non sono tutte

²⁴ La riserva valutaria corrisponde ai depositi di moneta straniera controllati dalle banche centrali e dalle altre autorità monetarie che giacciono nei forzieri delle autorità competenti.

²⁵ Contratto swap appartenente alla categoria dei derivati sul rischio di credito che offre la possibilità di coprirsi dall'eventuale insolvenza di un debitore contro il pagamento di un premio periodico.

uguali. Difatti, quelle che scaturiscono da uno shock finanziario tendono a essere molto più dure e prolungate. Basta quindi, quando per oggetto vi sono derivati e alte leve finanziarie, una piccola sofferenza di un mercato relativamente piccolo, per generare una crisi che metta in ginocchio l'intero sistema finanziario. Nel 2006, i prestiti di bassa qualità valevano solo il 3% del mercato dei mutui, ma il fallimento è stato sufficiente a far partire una valanga che ha colpito l'intero sistema finanziario globale. Al contrario della Lehman Brothers, nel caso Evergrande non sono stati emessi strumenti derivati sul suo debito (Yen Nee Lee, 2021).

Secondo il responsabile della ricerca sull'Asia di ING, "Evergrande possiede terreni, Lehman asset finanziari."

Questo ci fa capire a pieno la grande differenza tra questi due casi che, per quanto si assomiglino, sono caratterizzati da differenze sostanziali che non ne permettono la comparazione. (Borga, 2021) Per tutta questa serie di motivi, il fallimento di Evergrande non potrebbe mai avere lo stesso impatto di quello di Lehman Brothers, nonostante la fortissima preoccupazione che si espande tra i mercati internazionali.

Per quanto il fallimento di Evergrande non scaturirebbe le stesse, devastanti, conseguenze del colosso americano, lo sviluppo di questa compagnia va seguito da vicino e con particolare attenzione.

Ciò che preoccupa tanto i mercati internazionali è la forte incertezza che la compagnia vive. Il *default* porterebbe ad una sorta di effetto domino. Il già danneggiatissimo settore immobiliare ne risentirebbe fortemente, perdendo ancora di più la fiducia degli investitori esteri, ed assistendo ad un conseguente fallimento di altre, numerose, società che si trovano nelle medesime situazioni.

3.3 Considerazioni finali

Evergrande è ciò che meglio può rappresentare la crescita del mercato immobiliare cinese. Trovandosi nel posto giusto al momento giusto, la compagnia ha avuto modo di evolversi sfruttando l'onda dirompente di un settore che, negli ultimi venti anni, ha rappresentato circa 1/3 del PIL del Paese.

I sogni però, si sa, prima o poi svaniscono e il colosso sta passando attraverso il momento di difficoltà più grande della sua storia.

Nonostante si stia facendo di tutto per salvare quello che sembra un gigante già destinato al fallimento, i risultati sembrano essere tutto fuorché positivi. Lo dimostra il fatto che, benché la banca centrale

cinese abbia annunciato il taglio dello 0,50% del coefficiente di riserva obbligatoria per le istituzioni finanziari, non vi siano visti miglioramenti.

Evergrande si trova sul filo del rasoio ed ogni singolo movimento rischia di essere fatale. Ciò rispecchia in pieno la situazione attuale del mercato immobiliare cinese che, sebbene negli anni passati abbia rappresentato motivo di orgoglio e di crescita per l'economia del drago, rischia di diventarne l'iceberg che farà affondare la nave.

Il *real estate*, tra l'altro, convive con numerose criticità. Tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022 è radicalmente aumentato il numero delle compagnie che si sono fermate e che, tutt'oggi, vivono situazioni tutt'altro che floride.

Ne rappresentano un esempio *Sunshine 100 China Holdings*, quotata a Hong Kong, che ha dichiarato nel dicembre 2021 di aver mancato la scadenza per effettuare 179 milioni di dollari sui pagamenti del capitale e degli interessi di un'obbligazione del 10,5% e *Kaisa Group*, altro sviluppatore immobiliare in crisi, che ha reso recentemente noto il fallimento di un'offerta su uno *swap* sul debito da almeno 380 milioni che gli avrebbe fatto guadagnare tempo cruciale per raccogliere liquidità, avvertendo che non c'era «alcuna garanzia» che sarebbe stato in grado di soddisfare i suoi obblighi di pagamento. Questi sopra citati sono solo due degli ormai sempre più numerosi casi di insolvenza di un mercato che, anche solo nell'ultimo anno, ha perso moltissimo.

A dicembre 2021, le vendite di case sono diminuite del 19,6% rispetto all'anno precedente e gli investimenti immobiliari sono scesi del 14%. E anche i finanziamenti ricevuti dai costruttori immobiliari sono calati del 19,3%. (de Angelis, 2021).

Il famigerato “effetto domino” potrebbe essere vicino ed Evergrande rappresenterebbe solo la prima di una lunga serie di tasselli a crollare, portando con se una fetta importantissima dell'economia cinese.

Non vi è alcun dubbio che Pechino non possa perdere un tassello così importante. La crescita del Pil cinese prevista per la fine del 2022 è “solo” del 4,4%. Una cifra che in molti altri casi farebbe sorridere, ma che spaventa non poco l'attuale governo cinese che ha assistito, nel 2021, ad un incremento quasi doppio del Pil, con una crescita dell'8,1%.

Per salvaguardare un settore che oggi rappresenta circa il 25% dell'economia cinese, le autorità hanno decrementato la pressione, emanando direttive per accelerare l'approvazione dei mutui, facilitare i finanziamenti per alcune fusioni e acquisizioni e tagliare i tassi di interesse per la prima volta dopo quasi due anni.

CONCLUSIONI

Nel corso di poco più di trent'anni il mercato immobiliare cinese ha vissuto una vera e propria rivoluzione. La popolazione cinese ha assistito alla nascita del diritto di proprietà, a una crescita delle esportazioni e della parziale privatizzazione del mercato. L'espansione del settore immobiliare cinese, uno dei più giovani ed interessanti al mondo, oltre ad avere un peso specifico non indifferente nei confronti dell'economia globale, rappresenta uno dei più grandi cambiamenti avvenuti nella recente storia cinese. L'influenza del settore economico, politico e giuridico su questo segmento specifico è stata decisamente rilevante. A partire da Deng Xiaoping, i successivi capi di Stato cinesi hanno compreso l'importanza di evolversi e applicare quelle che sono alcuni dei principi portanti del socialismo ad una società estremamente contemporanea, dandogli una veste differente sotto diversi punti di vista e permettendo, in un certo senso, di rappresentare ad oggi uno dei maggiori “*competitor*” delle democrazie occidentali. Il mercato immobiliare è passato e si è evoluto anche attraverso questo. Ad oggi la casa rappresenta un vero e proprio simbolo di ricchezza in Cina e, dopo anni in cui non vi era la possibilità di acquistare una propria abitazione, la Cina è ad oggi il Paese con il più alto tasso di proprietà al mondo. Più del 92% dei cinesi, infatti, possiede un appartamento, a prova della rilevanza che questo settore ha assunto dopo la privatizzazione. Tutt'oggi, infatti, lo *status* familiare in Cina è collegabile al possesso di una casa.

La tesi ripercorre le diverse tappe della crescita del mercato immobiliare, partendo dalla nascita della Repubblica Popolare Cinese fino ad oggi. La tesi si propone di ricercare le motivazioni che hanno portato ad una simile crescita, analizzando le principali politiche attuate in ambito economico-giuridico e ponendo il *focus* su alcuni degli elementi più rappresentativi della cultura cinese. In particolare il lavoro parte, dagli eventi di Tienanmen del 1958 e dal governo Mao. Quest'ultimo, attraverso una serie di scellerate riforme, è riuscito a creare un vero e proprio apparato industriale per un Paese che faceva dell'agricoltura il suo settore predominante. Successivamente descrive, le riforme attuate da Deng e la, prima parziale, e poi sempre più decisa apertura verso l'estero sono state sicuramente l'elemento cardine della crescita economica cinese. Infine, l'analisi delle politiche attuate dall'attuale presidente Xi Jinping ha permesso di poter vedere da vicino l'attuale situazione economica in Cina, partendo dalla creazione di vere e proprie *città fantasma*, fino ad arrivare all'attuale situazione di uno dei colossi simbolo dell'esplosione di questo mercato: Evergrande. L'attuale condizione riscontrabile nel *real estate* cinese è figlia di una serie di avvenimenti passati che ne hanno causato la così rapida caduta. Fenomeni come l'aumento dei prezzi delle case ed il “*crowding out effect*” sono tutt'oggi riscontrabili in un settore che è tutt'altro che stabile. Questi precisi eventi analizzati all'interno di questa tesi rappresentano senz'altro uno dei motivi della

decadenza di Evergrande. Come abbiamo visto, la “*Three Red Line Policy*” vuole, in un certo senso, “fermare” il continuo indebitamento delle aziende impegnate nel settore immobiliare. Nonostante le intenzioni siano più che buone, questa politica ha sicuramente fatto emergere la gigantesca bolla creatasi e ha portato ad un conseguente allontanamento dei principali investitori esteri che, spaventati dall’andamento altalenante del mercato, hanno preferito approcciare segmenti più stabili e meno complessi. Indubbiamente il settore in analisi è caratterizzato da un’enorme bolla immobiliare e, più precisamente, da diverse bolle speculative. Gli elementi che ci hanno permesso di “prevedere” una crisi immobiliare (il rapporto tra prezzo delle case e reddito familiare, l’aumento dei prezzi delle case e il mancato aumento dei prezzi d’affitto di quest’ultime e l’impressionante sopravvalutazione dei prezzi.) vanno tenuti d’occhio, senza sottovalutare l’impatto che un possibile “effetto domino”, potenzialmente fatto partire dalla caduta di Evergrande, possa causare a livello internazionale. Per concludere, il settore immobiliare cinese è passato dall’essere praticamente inesistente, a rappresentare una delle fette più importanti dell’economia cinese, fino ad oggi in cui rappresenta addirittura un ostacolo allo sviluppo economico ed industriale del Paese. Nonostante vi siano bolle localizzate, i cui effetti negativi potrebbero non ripercuotersi sull’intera economia cinese, le continue insolvenze da parte di giganti come Evergrande, Kaisa Group, Shimao Group, China Aoyuan Group e Guangzhou R&F Properties ci hanno permesso di capire come questo settore, dopo aver raggiunto, seppur in solo alcune zone localizzate, il suo massimo potenziale, stia iniziando a prendere, ormai, la strada della decadenza.

BIBLIOGRAFIA

- Abbiati, M. (1976). Il dibattito del '55 in Cina sul problema della cooperativizzazione agricola. *Cina*, (13), 141-157.
- Banerjee, A., Akhtaruzzaman, M., & James, W. (2021). Is Evergrande fiasco set newer ripples in world financial markets?. Available at SSRN 3956277.
- Barbagallo, C. (2015, March). Lo shadow banking e la regolamentazione italiana. In *Intervento al NIFA–New International Finance Association World Finance Forum*.
- Bray, D. (2005). *Social space and governance in urban China: The danwei system from origins to reform*. Stanford University Press.
- Chen, K., & Wen, Y. (2017). The great housing boom of China. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9(2), 73-114.
- Chen, T., Liu, L. X., & Zhou, L. A. (2015). The crowding-out effects of real estate shocks–evidence from china. Available at SSRN 2584302.
- Cheng, F., Zhang, X., & Shenggen, F. (2002). Emergence of urban poverty and inequality in China: evidence from household survey. *China Economic Review*, 13(4), 430-443.
- Della Posta, P., & Di Martino, P. (2001). Crisi valutarie degli anni novanta del XIX e del XX secolo.
- Fu, Y., David, K. T., & Zhou, N. (2000). Housing choice behavior of urban workers in China's transition to a housing market. *Journal of Urban Economics*, 47(1), 61-87.
- Glaser, B. G., & Strauss, A. L. (2017). *The discovery of grounded theory: Strategies for qualitative research*. Routledge.
- Gottardo, S. (2016). *Bolle immobiliari e credito: il caso cinese*.
- Grigolato, G. (2016). Il mercato immobiliare in Cina: un'analisi dell'acquisto residenziale nelle città cinesi.
- He, S., Liu, Y., Wu, F., & Webster, C. (2010). Social groups and housing differentiation in China's urban villages: An institutional interpretation. *Housing Studies*, 25(5), 671-691.
- Jin, X., Long, Y., Sun, W., Lu, Y., Yang, X., & Tang, J. (2017). Evaluating cities' vitality and identifying ghost cities in China with emerging geographical data. *Cities*, 63, 98-109.
- Kennedy, J. J., Nagao, H., & Liu, H. (2018). Voting and values: Grassroots elections in rural and urban China. *Politics and Governance*, 6(2), 90-102.
- Koss, R., & Shi, X. (2018). *Stabilizing China's housing market*. International Monetary Fund.
- Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2007). *Economia internazionale (Vol. 2)*. Pearson Italia Spa.

- Lee, J. (2000). From welfare housing to home ownership: the dilemma of China's housing reform. *Housing Studies*, 15(1), 61-76.
- Liang, B. (2013). Housing inequality under market transition in urban China: Evidence from the 2005 mini census (Doctoral dissertation, Department of Family and Consumer Studies, University of Utah).
- Li, J. (2022, March). The Cause and Enlightenment of Evergrande's Debt Crisis. In 2022 7th International Conference on Financial Innovation and Economic Development (ICFIED 2022) (pp. 2149-2152). Atlantis Press.
- Li, X. M. (2000). China's macroeconomic stabilization policies following the Asian financial crisis: success or failure?. *Asian Survey*, 40(6), 938-957.
- Liu, C., & Xiong, W. (2020). China's real estate market. *The Handbook of China's Financial System*; Walter de Gruyter, Inc.: Berlin, Germany, 183-207.
- Park, K. Y., & Lee, W. H. (1999). The Financial Crisis of 1997–1998 and Its Impact on Security Relations in East Asia. *Asian Perspective*, 23(3), 129-151.
- Rogoff, K. S., & Yang, Y. (2020). Peak China Housing (No. w27697). National Bureau of Economic Research.
- Salvini, G. (1989). LO SVILUPPO ECONOMICO CINESE: VINCOLI ECONOMICI E POTERE POLITICO ALLA VIGILIA DEL «GRANDE BALZO IN AVANTI». *Il Politico*, 231-257.
- Shaw, V. N. (1997). Urban housing reform in China. *Habitat International*, 21(2), 199-212.
- Shepard, W. (2015). *Ghost cities of China: The story of cities without people in the world's most populated country*. Bloomsbury Publishing.
- Sun, Y., & Cao, Z. (2021, April). Financing Mode Analysis of Chinese Real Estate Enterprises—A Case Study of Evergrande Group. In 2021 2nd Asia-Pacific Conference on Image Processing, Electronics and Computers (pp. 524-530).
- THE EUROPEAN HOUSE AMBROSETTI (2021) – Libro Bianco 2021 Valore Acqua per l'Italia. 2a edizione. The European House Ambrosetti S.p.A.
- Wang, Y. P., & Murie, A. (1999). Commercial housing development in urban China. *Urban studies*, 36(9), 1475-1494.
- Wolters Kluwer Hong Kong, Beijing Arbitration Commission / Beijing International Arbitration Center (2021) *Commercial Dispute Resolution in China: An Annual Review and Preview*
- Woodworth, M. D. (2020). Picturing urban China in ruin: "Ghost City" photography and speculative Urbanization. *GeoHumanities*, 6(2), 233-251.
- Xu, D. Q. (1998). *The World Situation and China's Economic Development Strategy: Theoretical Thinking at the Century's Turning Point*. The Publishing House.
- Yao, S., Luo, D., & Loh, L. (2013). On China's monetary policy and asset prices. *Applied Financial Economics*, 23(5), 377-392.

Yao, S., Luo, D., & Wang, J. (2014). Housing development and urbanisation in China. *The World Economy*, 37(3), 481-500.

Zaffiro Puopolo, G. (2015). La teoria dell'arbitraggio e le curve dei rendimenti.

SITOGRAFIA

CGTN, Liu Chunsheng (2018). "Cross the river by feeling the stone": a valuable lesson after 40 years.

Available at:

https://news.cgtn.com/news/3d3d514d336b7a4d31457a6333566d54/share_p.html

Che Cos'è La "Bolla Immobiliare"? (2020)

Available at:

<https://www.immobildel.com/che-cose-la-bolla-immobiliare/>

China-Briefing (2019)

China's City-Tier Classification: How Does it Work?

Available at:

<https://www.china-briefing.com/news/chinas-city-tier-classification-defined/>

China: I'm forever blowing bubbles. How bad is the situation in Chinese Real Estate? (2021)

Steno Larsen & Mardia Madsen

Available at:

<https://corporate.nordea.com/article/67806/china-im-forever-blowing-bubbles-how-bad-is-the-situation-in-chinese-real-estate>

CNBC. (2021)

Evergrande crisis will hurt China's economic growth, says former central bank advisor.

Yen Nee Lee.

Available at:

<https://www.cnbc.com/2021/09/22/evergrande-crisis-to-hurt-china-economy-li-daokui-ex-pboc-advisor.html>

Deng Xiaoping, REDAZIONE (SET 2009)

Available at:

<https://www.ilmagazine.it/ritratti/2009/09/25/news/deng-xiaoping-1006/>

Dizionario di Economia e Finanza, Treccani (2012)

The People's Bank of China (PBC).

Available at:

https://www.treccani.it/enciclopedia/the-people-s-bank-of-china_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

Dizionario Treccani , dollarizzazione s. f. [der. di dollaro].

Available at:

<https://www.treccani.it/vocabolario/dollarizzazione/>

Federal Reserve Bank of New York. (2021)

Is Higher Financial Stress Lurking around the Corner for China?

Jan J. J. Groen and Adam I. Noble

Available at:

<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2021/11/is-higher-financial-stress-lurking-around-the-corner-for-china/>

FT. Evergrande: the end of China's property boom | FT Film (2022)

Available at:

https://www.youtube.com/watch?v=dnp_MxXY9qs

House prices in China (2022)

Available at:

<https://www.globalpropertyguide.com/Asia/China/Home-Price-Trends>

House prices in U.S. (S&P/Case-Shiller), % change 1 yr (2022)

Available at:

<https://www.globalpropertyguide.com/North-America/United-States/Home-Price-Trends>

IMF Country Report No. 13/211, (2013)

Available at:

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13211.pdf>

Il Corriere della Sera (2017)

Cina, le nuove città fantasma, 50 milioni di unità non occupate.

G. Santevecchi.

Available at:

https://www.corriere.it/esteri/17_aprile_02/cina-nuove-citta-fantasma-18041ea2-17e6-11e7-99e2-7e57c7b2999b.shtml

IMF Country Report No. 14/235 (2014)

Available at:

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14235.pdf>

ISPI. (2021)

Evergrande: sarà una Lehman cinese?

Lorenzo Borga.

Available at:

<https://www.ispionline.it/it/pubblicazione/evergrande-sara-una-lehman-cinese-31751>

La Repubblica Dizionari, Hoepli Editore. [de-ma-o-iz-za-zio-ne]

Available at:

<https://dizionari.repubblica.it/Italiano/D/demaoizzazione.html>

LaStampa. (2021)

Evergrande e crisi del settore immobiliare cinese, eterogeneità mercati e qualità salvano export italiano

Available at:

<https://finanza.lastampa.it/News/2021/11/10/evergrande-e-crisi-del-settore-immobiliare-cinese-eterogeneita-mercati-e-qualita-salvano-export-italiano/NTVfMjAyMS0xMS0xMF9UTEI>

Reuters. (2021) Evergrande domestic debt deal calms immediate contagion concern
Daga & Galbraith.

Available at:

<https://www.reuters.com/world/china/china-evergrande-inches-close-default-deadline-investors-wait-2021-09-21/>

Sole 24Ore. (2021)

Evergrande, nuovo blackout: congelato il bilancio 2021.

Redazione Finanza.

Available at:

<https://www.ilsole24ore.com/art/evergrande-nuovo-blackout-congelato-bilancio-2021-AEIV7xLB>

Sole 24Ore. (2021)

Evergrande, riaprono i cantieri dopo la cedola pagata in extremis.

Rita Fatiguso.

Available at:

<https://www.ilsole24ore.com/art/riaprono-cantieri-evergrande-la-cedola-pagata-extremis-AEv6mIs>

thatmags.com (2016).

A Brief Guide to Purchasing Property in China. ZHANG, Tristin.

Available at:

<http://www.thatmags.com/guangzhou/post/12275/china-s-property-puzzle>

The WSJ. (2022)

China Says Housing Prices Are Stable, but Developers See Significant Declines.

Cao Li.

Available at:

<https://www.wsj.com/articles/china-says-housing-prices-are-stable-but-developers-see-significant-declines-11647768602>

The WSJ. (2022)

Country Garden Holdings Co. Ltd. Profile

Available at:

<https://www.wsj.com/market-data/quotes/HK/XHKG/2007>

The WSJ. (2021)

What Is China Evergrande, and Why Is Its Crisis Worrying Markets?

Erin Mendell

Available at:

<https://www.wsj.com/articles/evergrande-china-crisis-11632330764>

Trading Economics, data on China, (2016)

Available at:

<https://tradingeconomics.com/china/indicators>

INDICE TABELLE

CAP. 1

Tabella 1.1 - Variazione del Pil e della popolazione cinese dal 1820 al 1978

Tabella 1.2 – Utilizzo del suolo nelle principali città cinesi nel 1991

Tabella 1.3 – Transazioni terriere in Cina dal 1987 al 1996

CAP. 2

Tabella 2.1 - Tabella dei coefficienti

CAP. 3

Tabella 3.1 - Indicatori di bilancio per gli anni 2015-2017

Tabella 3.2 - Assets & Liabilities

INDICE FIGURE

CAP. 1

Figura 1.1 - Variazione del Pil pro capite della Cina dal 1952 al 1978

Figura 1.2 - Tassi di costruzione ed urbanizzazione in Cina dal 1990 al 2015

Figura 1.3 - “Vacancy rate” delle città Cinesi dal 2002 al 2012

CAP. 2

Figura 2.1 - China House Price Index

June 2010 = 100

Figura 2.2 - offerta e domanda per una popolazione omogenea

Figura 2.3 - offerta e domanda per una popolazione eterogenea

Figura 2.4 - Price-to-income ratios of home prices in selected Chinese cities.

Bubble if > 7

Figura 2.5 - Andamento dei prezzi delle case e dei prezzi di affitto dal 1998 al 2010

Figura 2.6 - Prices House Index in China (%)

Figura 2.7- Prices House Index in the US (%)

Figura 2.8 - Variazione media (mese su mese) dei prezzi delle nuove case in Cina

Figura 2.9 - Quota della attività relative al real estate sul Pil per paese

RINGRAZIAMENTI

Questa tesi segna la fine di un percorso iniziato nel 2019. Nel corso di questi tre anni ho avuto modo di conoscere tantissime persone e di espandere come non mai il mio bagaglio di esperienze.

Desidero ringraziare la Professoressa Cesaroni per avermi seguito passo dopo passo nella realizzazione di questo elaborato e per essersi dimostrata sempre cordiale e disponibile.

Uno dei miei primi pensieri va alla mia famiglia. Ringrazio mio padre e mia madre per avermi osservato e sostenuto, da un'altra città, ma mai da troppo lontano.

Il primo, per essere stato parte integrante del mio progetto universitario, la seconda per essere stata il mio "braccio destro" in ogni momento.

Ringrazio mio fratello. Nonostante le differenze che ci caratterizzano, resta tutt'ora uno dei miei punti di riferimento

Il mio percorso universitario non sarebbe stato lo stesso senza il mio gruppo di amici. Da Roma, Napoli, e da ogni altro punto d'Italia, non mi hanno mai fatto mancare il loro sostegno.

Proprio per questo ci tengo a ringraziare il "Dream Team", parte fondamentale del mio percorso di studi. Grazie anche a Camilla, Dario, Agostino, Paolo, Andrea, Gianluca, Irene e Matteo che hanno condiviso con me gioie e difficoltà.

Per ultima, ma non per importanza, ci tengo a ringraziare Sofia. Sempre con me, pronta a strapparmi un sorriso.

Questa tesi segna la fine di un percorso, ma l'inizio di un altro, con la speranza che possa rivelarsi altrettanto costruttivo.