

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
“M. FANNO”**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

“LA CINA DURANTE LA GRANDE RECESSIONE”

RELATORE:

CH.MA PROF.SSA DONATA FAVARO

**LAUREANDO: MENIN SIMONE
MATRICOLA N. 1142878**

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

INDICE

Introduzione	3
1. Capitolo Primo: La grande crisi negli USA e nell'UE e le politiche adottate	
1.1 Dalla crisi finanziaria alla crisi reale.....	4
1.2. Politica monetaria espansiva USA: le fasi del Quantitative Easing	8
1.3. Il propagarsi della crisi nell'UE e le misure di policy adottate	11
2. Capitolo Secondo: Impatto della crisi sulla Cina	
2.1. L'evoluzione dei trend dell'economia cinese	15
2.2. Effetti sull'apertura commerciale: esportazioni e IDE.....	20
2.3. Ripercussioni in ambito finanziario: shadow banking, titoli tossici, bolla immobiliare e finanziamenti in pool	23
3. Capitolo Terzo: La risposta cinese alla crisi mondiale	
3.1. Tassi di interesse altalenanti e riforme monetarie tardive.....	27
3.2. Rilancio delle opere pubbliche e dei grandi lavori.....	31
3.3. L'attuale guerra commerciale tra Cina e Usa.....	33
Conclusione	35

Introduzione

Più di 10 anni fa, più precisamente nel 2007, negli Stati Uniti scoppiava una crisi economica mondiale in seguito ad una crisi del mercato immobiliare innescata dallo scoppio di una bolla immobiliare. Negli Stati Uniti e in Europa l'impatto di questa crisi fu consistente colpendo nel breve termine l'economia reale; tuttavia significative furono le politiche monetarie adottate in queste due aree per evitare il peggioramento della crisi.

Questo elaborato, però, si pone come obiettivo principale l'impatto che la crisi finanziaria ha avuto in Cina, un paese che con l'inizio del nuovo millennio si è presentato come uno dei colossi dell'economia mondiale, e sul contributo delle autorità cinesi nel predisporre misure politiche per contribuire a uno sviluppo economico costante. Questi due quesiti sono stati le due linee guida che mi hanno portato alla stesura di questo documento.

La scelta di scrivere questo elaborato deriva dal fatto che già da tempo ero incuriosito sul come una crisi finanziaria potesse sorgere e di conseguenza influenzare l'economia di un paese; per questo motivo ho colto l'occasione per approfondire questo argomento.

L'articolazione dell'elaborato dedica il primo capitolo a una spiegazione generale della crisi finanziaria del 2007 concentrandosi sulle cause che hanno scatenato la crisi negli Stati Uniti e di conseguenza in Europa, con le relative politiche monetarie sviluppate da queste due grandi aree.

Dal secondo capitolo si inizia ad osservare l'intensità con la quale la crisi, scaturita in Usa, abbia colpito l'economia cinese rilevando i vari trend economici e i vari settori nel quale la Cina ha constatato maggiori ripercussioni ed evoluzioni.

L'ultimo capitolo si sofferma sulle misure che le autorità cinesi hanno adottato, in particolar modo tramite politiche fiscali e politiche monetarie, e su alcuni effetti che queste politiche si son portate fino al giorno d'oggi. Il capitolo termina con un accenno al tema contemporaneo della guerra commerciale tra Cina e Usa.

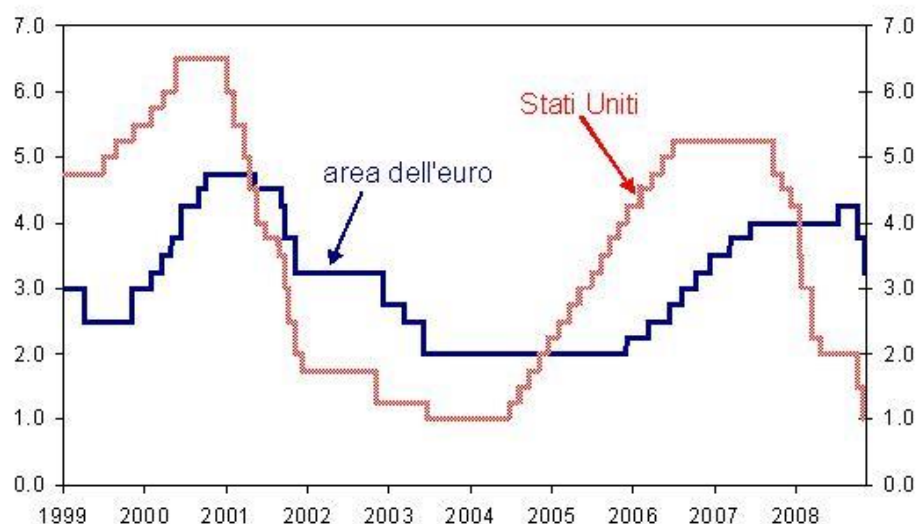
Capitolo 1. La grande crisi negli USA e nell'UE e le politiche adottate

1.1. Dalla crisi finanziaria alla crisi reale

Il 9 agosto del 2007 viene considerato il “giovedì nero” della crisi dei subprime e può essere considerata la data in cui la crisi globale dei mutui si manifesta tramite la banca francese BNP Paribas che annunciò la mancata capacità di rimborsare le quote ai sottoscrittori che facessero parte di tre dei suoi fondi comuni di investimento.

Tutto però ha inizio dalla fine della bolla Dot-com nel 2000, in cui la Federal Reserve System (Fed) in risposta a questa bolla decise di diminuire i tassi di interesse, che durante questo periodo erano intorno al 6%, per alimentare la moneta circolante nel mercato.

Figura 1. Tassi di interesse ufficiali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti



Fonte: Banca Centrale Europea (2008)

Questa politica monetaria espansiva da parte di Greenspan, effettuata esclusivamente per finalità nazionali, “è stata accompagnata da massicci interventi sui cambi da parte dei paesi asiatici per resistere al deprezzamento del dollaro” (Carmassi, Gros e Micossi, 2009) quindi grandi investimenti cinesi nei titoli del Tesoro americani sono stati compiuti diminuendo così i tassi di interesse mondiali. Questo fenomeno ha indirizzato gli investitori a non accontentarsi dei bassi rendimenti dei titoli più sicuri cercandone altri con ritorni sul capitale maggiori. Tramite questa politica gli Stati Uniti si trasformarono in una nazione nella quale i cittadini non ricorrevano al risparmio (l'indebitamento delle famiglie risultava con il tempo maggiore)

preservando un alto tasso della domanda e portando in deficit la bilancia commerciale che “nel 2006 negli USA era di 762 miliardi di dollari” (Lettieri e Raimondi, 2018) visto il grosso volume di importazioni.

Un secondo fattore che portò alla data del 9 agosto 2007 fu il “boom del credito che portò a una leva finanziaria insostenibile” (Carmassi et al., 2009). I bassi tassi di interesse, che hanno comportato quindi una grande quantità di circolazione di moneta e dei bassi rendimenti per le banche, stimolarono quest’ultime a compiere operazioni più azzardate offrendo un grosso ammontare di mutui ad imprese e specialmente ai cittadini. Si inizia, quindi, a concedere mutui a chiunque dalla parvenza molto favorevoli, pure a coloro che non disponevano dei criteri minimi per contrarre un mutuo (mutui subprime), senza controllare in modo efficiente il rischio del richiedente. L’eccessiva concessione dei mutui “stimola così la domanda di case e indirettamente si alimenta la tendenza crescente del prezzo degli immobili” (Osservatorio Monetario, 2008); i cittadini non in grado di estinguere il mutuo quindi potevano affrontare il problema grazie all’innalzamento dei prezzi delle case.

A differenza del passato, in cui si utilizzava un modello Originate and Hold, la banca passa a un modello Originate and Distribute per evitare di possedere molteplici proprietà nel caso i mutui non venissero pagati, per far emergere alle banche una quantità di attività inferiore di quelle effettive incrementando in tal modo la leva finanziaria e infine per liberarsi del rischio di tenere mutui subprime. Si passa perciò a un progresso finanziario “ in cui le banche e altri agenti innovano per aggirare la regolamentazione e aumentare i rendimenti assumendo rischi maggiori, e le autorità di regolamentazione stringono le viti per moderare l’assunzione di rischi” (Carmassi et al., 2009).

Tramite Originate and Distribute i mutui venivano ceduti ai SIV (Structured Investment Vehicles), cioè società realizzate appositamente dalla banca, così da poter erogare ulteriori mutui. I SIV in primo luogo svolgevano una procedura chiamata cartolarizzazione, cioè una volta ricevuti i mutui li convertivano in titoli commerciali (ABS, Asset-Backed Security), e conseguentemente formavano le Cdo raggruppando in un singolo titolo i titoli commerciali con l’intento di venderlo ad investitori istituzionali. Le ABS venivano presentati come un titolo senza elevati rischi nonostante che i rendimenti erano molto maggiori in confronto ai tassi di interesse relativi a quel periodo.

Le banche per tutelarsi, essendo al corrente che all’interno delle Cdo (Collateralized Debt Obligation) erano presenti titoli di cui il mutuatario non sarebbe stato in grado di pagare, si salvaguardavano comprando una determinata quantità di certificati assicurativi chiamati Cds (Credit Default Swap) da una diversa banca con il pagamento periodico di un premio a favore della controparte che si accollava il rischio di default.

Il mancato pagamento di una grande fetta di debitori diede inizio alla crisi di liquidità che pesò in modo diretto sulla crescita e sulla produzione. Si arriva perciò alla faticosa data del 9 agosto 2007.

Figura 2. Movimenti dei prezzi immobiliari, 2000 - 2018

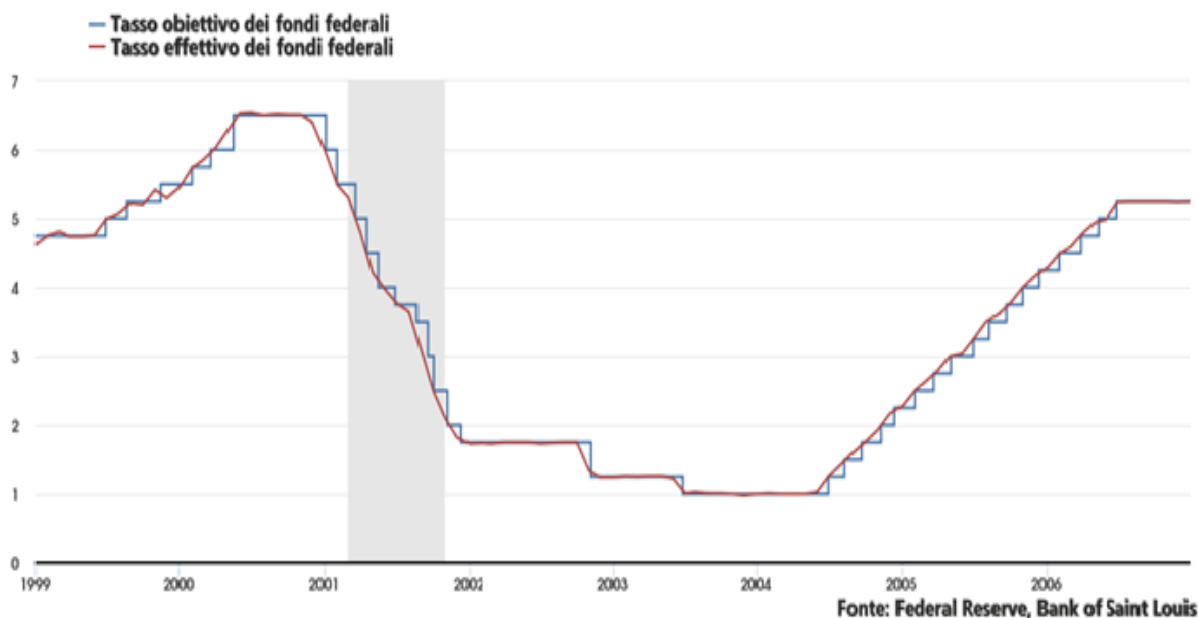


Fonte: *Lugano* (2019)

Come si può notare dalla figura 2, i prezzi degli immobili subiscono un brusco incremento dal 2002 raggiungendo il culmine nel 2007 appena prima dello scoppio della crisi finanziaria. Dalla figura 3 si può osservare la politica monetaria espansiva della Fed tra il 2001 e il 2004 che iniettò, come affermato precedentemente, liquidità nel sistema. A partire dal 2004, nel quale il tasso di interesse era pari al 1%, la Fed scelse di aumentare i tassi di interesse che terminò nel 2006 raggiungendo circa il 5%. Questa decisione fu intrapresa perché nel lungo periodo l'immissione di eccessiva liquidità favorì pressioni inflazionistiche. La risposta dell'economia statunitense portò a un rilevante rincaro dei mutui con tasso di interesse variabile, con il risultato di un crollo dei prezzi immobiliari. Tramite l'ultima politica monetaria della Fed, le famiglie faticavano a pagare i mutui mettendo in crisi di liquidità le SIV che non riuscivano più a pagare gli interessi sulle Cdo. Durante questo periodo emergeva il problema in cui l'ammontare del mutuo erogato dalla banca eccedeva il valore reale dell'immobile. Dal 9 agosto del 2007 le banche iniziavano a non farsi più credito a vicenda e di lì a poco non concedevano più credito neanche alle aziende. Il credito all'interno di un'economia risulta essenziale e senza di esso l'economia tende a fermarsi, infatti in questo periodo siamo di fronte al fenomeno del credit crunch e quindi ad "una spirale negativa tra

carezza di liquidità, stretta del credito, minori investimenti, produzione e consumi. Un circolo vizioso tipico delle crisi finanziarie globali.” (Siniscalco, 2008)

Figura 3. Manovre di politica monetaria relativa ai tassi di interesse, 1999 - 2006



Fonte: *De Santis* (2018)

Dalla crisi di fiducia si passò alla crisi di liquidità dato che le banche furono colpite da rilevanti perdite dovute all'esposizione alle SIV e al possesso di titoli strutturati per ragioni di investimento, portando i maggiori istituti di credito verso il fallimento che fu però scongiurato attraverso un piano di salvataggio da parte della Fed.

Il 15 settembre 2008 la banca d'investimento Lehman Brothers attuò la procedura di bancarotta dato che non ricevette aiuti statali, al contrario di Bear Stearns o di Freddie Mac e Fannie Mae, e generò ampie perplessità sulla solidità delle altre banche aumentando i tassi a breve termine. Si può a questo punto affermare che la crisi non fu scatenata dall'economia reale e non fu voluta dai governi. Questa crisi nasce dal settore bancario e nasce dalla coincidenza nell'arco di 15 anni da una crescita dei saldi di bilancio commerciale cinese, da una politica monetaria espansiva a partire dal 2001 e dall'innovazione finanziaria cioè il nuovo metodo di concedere mutui.

Purtroppo risulta agli occhi di tutti che negli anni seguenti il 2007-2008 si passò da una crisi finanziaria ad una crisi reale. Gli effetti principali che colpirono l'economia reale furono come citati in precedenza il credit crunch cioè la restrizione del credito e la riduzione di investimenti e consumo da parte di imprese e famiglie. Questi di seguito furono alcuni degli effetti della crisi finanziaria sulla crisi reale che di conseguenza portò ad una spirale

negativa tramite il fallimento di imprese con conseguente disoccupazione, stagnazione delle attività economiche, diminuzione di consumi, incremento rapporto debito-PIL, riduzione della spesa pubblica.

“Con i dati definitivi dell’ultima parte del 2008, la crescita dell’economia statunitense è stata rivista al ribasso dal +1,3% al +1,1% mentre il Pil Usa 2007 si era attestato al 2%” (Corriere della Sera, 2009). Questa riduzione del Pil è dipesa dalla diminuzione della spesa per consumi, dal crollo delle esportazioni e dal calo rilevante degli investimenti.

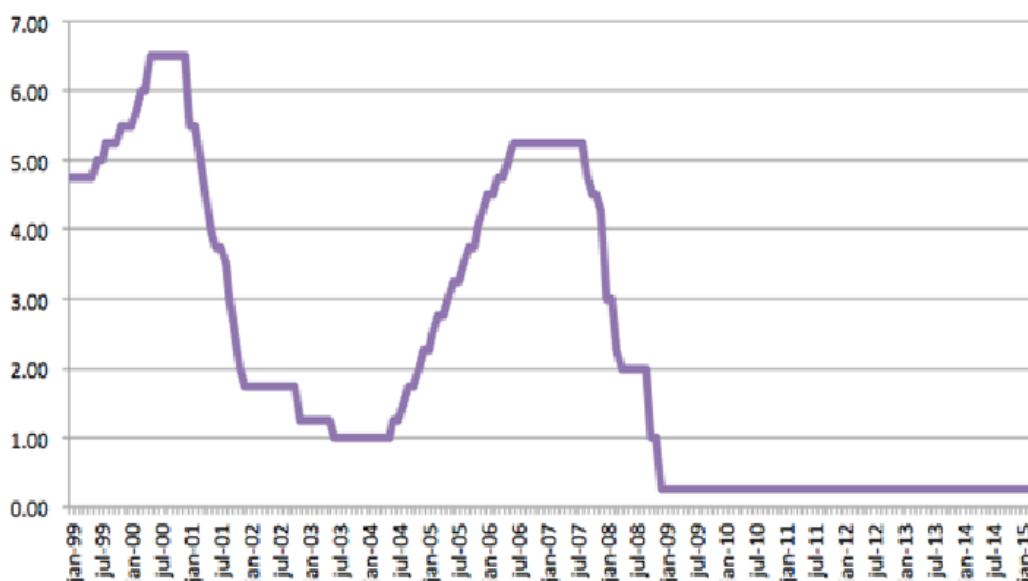
1.2. Politica monetaria espansiva USA: le fasi del Quantitative Easing

La crisi finanziaria ha causato effetti negativi sulla produzione e sul tasso percentuale d’impiego della forza lavoro, oltre ovviamente a mettere in difficoltà gli intermediari finanziari.

Il primo compito della Fed, infatti, è la disoccupazione compressa al minimo possibile seguita dalla stabilità dei prezzi e da tassi di interesse moderati nel lungo termine.

Le prime iniziative per quanto riguarda la politica monetaria espansiva sono state messe in atto già precedentemente lo scoppio della crisi mondiale nel settembre 2008 con la caduta di Lehman Brothers tramite la riduzione del tasso di interesse presente nel mercato monetario per garantire una liquidità sufficiente all’intera economia e tramite dei piani di salvataggio di molteplici banche, come si era già accennato precedentemente.

Figura 4: Tasso di interesse della Fed



Fonte: *Trading Economics* (2015)

Come si può osservare dalla figura 4, ci fu un brusco calo del tasso di interesse dal 5,25%, presente a metà anno del 2007, allo 0,25% nel dicembre 2008. Le operazioni accennate però non riuscirono a influenzare in modo positivo la conseguente caduta del PIL e dell'occupazione.

Come accennato più volte, il 9 agosto 2007 è la data in cui inizia la cessazione del credito interbancario e infatti da questo momento la Fed comincia con una serie di azioni di politica monetaria.

Ad agosto del 2007 venne incoraggiato l'uso della Discount Window "il ricorso in ultima istanza a finanziamenti, richieste di prestito a breve termine fatte dalle grandi banche direttamente alla Federal Reserve, invece che attraverso il sistema interbancario". L'utilizzo di questo ricorso viene comparata ad un segno di debolezza dell'istituzione finanziarie dato che non detengono più la capacità di reperire liquidità a breve termine sul mercato per fronteggiare i propri obblighi.

Il 14 dicembre 2007 la Fed annuncia la TAF (Term Auction Facility) per contribuire ad incrementare la liquidità nei mercati del credito degli Stati Uniti. Questo programma di politica consente alla Fed di mettere all'asta quantità fisse di prestiti a breve termine a istituti di deposito, come casse di risparmio o banche commerciali, che sono giudicate in buone condizioni finanziarie dalle loro banche di riserva locali. La prima asta si è svolta il 17 dicembre 2007 per una cifra di \$ 20 miliardi di credito a 28 giorni e in seguito l'importo è stato aumentato a \$30, \$50 e \$75 miliardi.

Contemporaneamente con la TAF, la Fed dichiara la creazione della linea swap in dollari Usa con la Banca centrale europea e la banca nazionale svizzera impegnandosi a fornire finanziamenti in quantità sufficienti per soddisfare la domanda.

L'11 marzo 2008 la Fed crea il Term Securitites Lending Facility (TSLF) con l'obiettivo di prestare fino a \$ 200 miliardi di titoli del Tesoro ai principali operatori garantiti per un periodo di 28 giorni. Creando questa struttura, i principali rivenditori come Fanni Mae, Freddie Mac e le banche principali, potevano beneficiare di titoli del Tesoro altamente liquidi e sicuri in cambio di titoli idonei molto meno liquidi e sicuri contribuendo ad aumentare la liquidità nel mercato del credito per questi titoli. Il TSLF venne poi chiuso l'1 febbraio 2010.

Nell'ottobre del 2008 fu introdotto il TARP (Troubled Asset Relief Program) che ha consentito al Tesoro di iniettare capitale agli istituti di credito per circa 700 miliardi di dollari acquistando titoli spazzatura, in cambio di partecipazioni sotto forma di azioni privilegiate con l'impegno da parte degli istituti a restituire quanto ricevuto.

Il 25 novembre 2008 il Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) è stato annunciato dalla Fed. Questa azione serve per aumentare la disponibilità di credito e a

favorire l'economia facilitando l'emissione di ABS (garantite da prestiti agli studenti e da prestiti di auto) a favore di consumatori e piccole imprese ad un differenziale di interesse normale.

Tutti i programmi effettuati dal 2007 fino agli ultimi appena descritti del 2008 non sono stati sufficienti per calmare i mercati e rilanciare l'economia. Per questo motivo si sono introdotte delle misure non comuni chiamate Quantitative Easing (QE, alleggerimento quantitativo).

Il piano di Quantitative Easing è uno strumento non convenzionale di politica monetaria espansiva che si incentra sull'acquisto di titoli di stato e di altro tipo dalle banche per immettere nuovo denaro nell'economia, per incentivare i prestiti bancari verso le imprese e per far crescere l'inflazione. Perciò il 25 novembre 2008 la Fed avvia il primo round di Quantitative Easing con l'intenzione di comprare \$ 100 miliardi di debiti federali, \$ 500 miliardi di MBS privati garantiti dai GSE aggiungendo poi nei mesi successivi \$750 miliardi in MBS e \$ 300 miliardi di titoli del Tesoro più a lungo termine per un periodo di sei mesi. Il QE1 "mirava a ridurre il costo e aumentare la disponibilità di credito per l'acquisto di case, che a sua volta dovrebbe sostenere i mercati dell'edilizia e favorire migliori condizioni nei mercati finanziari in generale" (Ronkainen e Sorsa, 2017) e a marzo 2010 si concluse.

Il secondo Quantitative Easing iniziò il 3 novembre 2010 e si concluse il 30 giugno 2011 nella quale la Fed acquistò \$ 600 miliardi di titoli di stato a più lungo termine. Con questo programma la Fed "intendeva promuovere un ritmo più forte di ripresa economica e aiutare ad assicurare che l'inflazione, nel tempo, sia a livelli coerenti agli obiettivi prefissati dalla Fed" (Ronkainen e Sorsa, 2017).

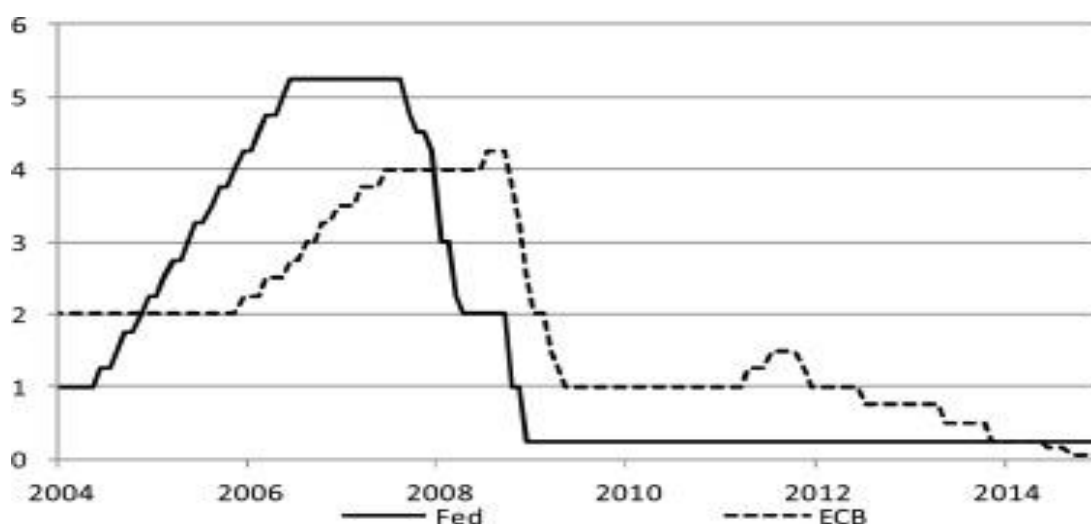
Infine fu annunciato anche un terzo Quantitative Easing il 12 settembre 2012 come piano a tempo indeterminato per acquistare altri \$ 40 miliardi di MBS ogni mese. Nel corso del tempo il QE3 è stato esteso includendo l'acquisto di \$ 45 miliardi in titoli del Tesoro al mese. Il QE3 "continuò sulla falsariga dei programmi precedenti, ma avrebbe dovuto continuare fino a che le prospettive per il mercato del lavoro non migliorassero sostanzialmente" (Ronkainen e Sorsa, 2017) aspettando quindi fino al miglioramento dell'economia. Il QE3 è stato piano piano eliminato durante un periodo chiamato "taper" nel quale la Fed cominciava ad attenuare gli acquisti di asset iniziando nel dicembre 2013 e concludendo il 29 ottobre 2014.

Le misure monetarie non convenzionali, di cui il principale è il Quantitative Easing, sono emerse come una reazione a situazioni non comuni che non potevano essere affrontate con la classica manipolazione del tasso a breve termine che infatti portò in poco più di un anno alla trappola della liquidità.

1.3. Il propagarsi della crisi in UE e le misure di policy adottate

La crisi finanziaria non si limitò solamente a colpire l'economia statunitense e, dato il subentro di un fattore come la globalizzazione, in un lasso di tempo brevissimo arrivò a colpire le banche europee che possedevano i titoli americani, tra cui quelli considerati tossici. Anche "la Banca centrale europea fu costretta ad agire, iniettando inizialmente enormi quantità di moneta nel sistema bancario e successivamente riducendo i tassi di interesse ai minimi storici"(Egea e Hierro, 2019) raggiungendo un tasso vicino allo 0% con conseguente espansione monetaria.

Figura 5: Evoluzioni dei tassi di interesse negli Usa e nella zona Ue



Fonte: *Egea e Hierro (2019)*

Già a metà settembre 2007 un istituto britannico, Northern Rock, che "era specializzato nella concessione di mutui immobiliari ma con modello di business molto sbilanciato cioè prestava a lungo termine finanziandosi però a breve" (Corriere, 2017), fece le spese dello scoppio della crisi subprime visto che ci fu un crollo della fiducia, con i clienti che corsero agli sportelli per ritirare i soldi e la cessazione di credito da parte delle altre banche. La banca in seguito è stata salvata dal governo britannico nazionalizzandola temporaneamente attraverso un'iniezione di circa \$ 110 miliardi.

A seguire altri istituti di credito europei sono stati salvati da interventi pubblici dopo aver incontrato molte difficoltà dovute alla crisi del settore dei mutui americani, che però hanno avuto effetti negativi per quanto riguarda le finanze pubbliche dei Paesi più fragili, PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna), associate ad un'espansione non sostenibile del

debito pubblico dovuto dall'indebitamento negli anni precedenti e ai ridotti tassi di crescita del PIL.

La conseguenza più evidente è che si passava da una caduta del mercato al crollo dello stato raggiungendo nel ottobre 2009 la situazione della crisi del debito sovrano in Grecia. La reazione europea, alla ormai evoluta crisi economica, era di rivitalizzare il settore bancario e nel dicembre 2008 lancia il programma EERP (European Economic Recovery Plan) “basato su due pilastri: incrementare la domanda e stimolare la fiducia attraverso una maggiore iniezione di potere d'acquisto nell'economia, e rinforzare la competitività dell'Europa nel lungo periodo” (Mazurek, 2016) con l'intento di far ripartire l'economia.

Nell'ottobre del 2009 il primo ministro greco divulgava la notizia che i bilanci economici inviati al governo dell'Unione Europea erano stati falsificati con la finalità di assicurare l'ingresso della Grecia nell'Eurozona. La conseguenza immediata fu “una crisi di fiducia messa in evidenza da un allargamento dello spread di rendimento delle obbligazioni” (Lombardia, 2018) che significava che le attività nei bilanci delle banche avevano subito una consistente diminuzione.

La crisi è iniziata in Portogallo, Irlanda e Grecia raggiungendo il massimo dell'intensità nel 2011 quando sono state colpite pure Italia e Spagna, ma non mancarono le contromisure da parte dell'Eurozona e del FMI con la concessione di prestiti. Nel maggio del 2011 sono state adottate manovre di austerità cioè di contenimento della spesa per gli stati dell'Unione Europea per cercare di conseguire il pareggio del bilancio.

Dopo la concessione di prestiti, ricapitalizzazione di banche e acquisti di titoli di debito sovrano tramite il fondo europeo di stabilità finanziaria costituito nel 2010 dall'Ue si lascia spazio alla Bce con alcune determinanti contromisure.

Il 7 maggio 2009 la Bce adottava il piano di Covered Bond Purchase Programme (CBPP) con lo scopo di acquistare obbligazioni garantite e ABS, e il 6 ottobre 2011 decideva di replicare lo svolgimento del programma con l'acquisto di un ammontare minore di obbligazioni.

Nel maggio 2010 fu introdotto l'European Financial Stability Facility (EFST) cioè un fondo di salvataggio europeo creato dai governi della zona euro da distribuire ai paesi in difficoltà finanziaria che sarà poi sostituito dall'ESM (European Stability Mechanism), un nuovo fondo con dotazione di 500 miliardi di euro.

Il 10 maggio 2010 attraverso l'azione chiamata Securities Market Programme (SMP) la Bce ha acquistato oltre 200 miliardi di bond dei paesi più colpiti dalla crisi finanziaria per frenare l'aumento dello spread dei paesi colpiti dalla crisi del debito sovrano.

A dicembre 2011 e febbraio 2012 viene adottato il Long Term Refinancing Operation (LTRO) cioè un'operazione di rifinanziamento operata dalla Bce. I prestiti normalmente

avevano durata di tre e sei mesi, ma con la formula LTRO furono estesi a tre anni. Il tutto per un controvalore complessivo di oltre 1000 miliardi di euro a un tasso dell'1,5% in favore di 800 banche europee. L'obiettivo era quello di evitare un credit crunch e normalizzare i parametri del credito.

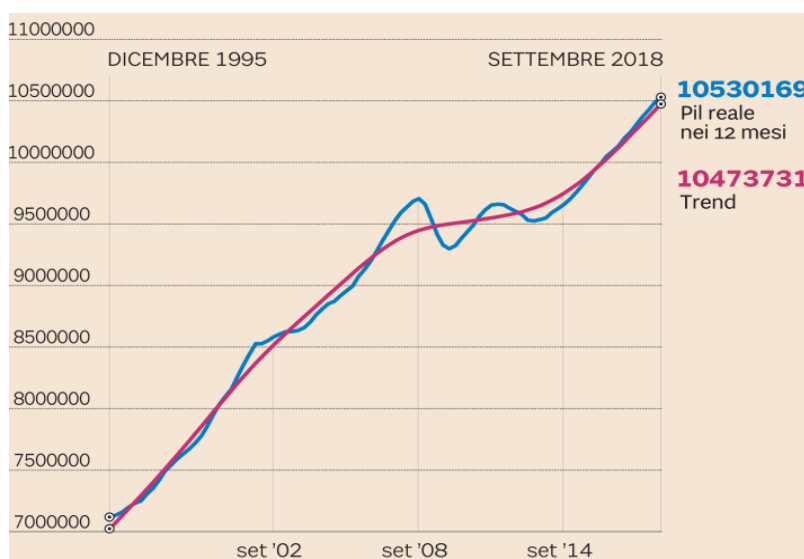
Nel settembre 2014 la Bce ha effettuato due nuove operazioni straordinarie cioè l'acquisto di titoli ABS e il Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO) cioè dei fondi che sono stati emessi alle banche, che a loro volta dovranno erogare prestiti bancari a vantaggio del settore privato non finanziario dell'area europea non concedendo però prestiti alle famiglie per l'acquisizione di abitazioni.

Da marzo 2015 la Bce adottava un programma di Quantitative Easing apportando nuova moneta nei mercati tramite l'acquisto di titoli di proprietà delle banche. Tramite questo piano, il denaro conseguito dalla vendita dei titoli permette un accesso semplificato al credito ai clienti della banca e ha determinato la flessione dell'ammontare dei debiti sovrani nella zona dell'euro.

Il QE europeo si sviluppava su tre fasi: la prima in cui si prevedeva l'acquisto di titoli di Stato per 60 miliardi di euro al mese; la seconda ha ampliato fino a 80 miliardi di euro al mese l'ammontare degli acquisti mensili di titoli con il lancio di un nuovo programma LTRO (prestiti alle banche a tasso agevolato per la fornitura di credito all'economia); l'ultima fase in cui ha esteso fino al 2017 il programma mensile di acquisti che ritornò a 60 miliardi al mese.

Dall'1 gennaio 2019 l'espansione del Quantitative Easing è giunta al termine con un esborso totale della Bce di 2600 miliardi ed oltretutto ha tenuto fermi i tassi di interesse su cifre vicino allo zero.

Figura 6: Crescita e trend del PIL nell'Unione Europea



Fonte: Sorrentino (2018)

Dalla figura 6 si può osservare come dall'inizio della crisi nel settembre del 2008 la crescita del PIL si sia appiattita fino al 2014 nonostante i programmi per sollevare l'economia.

Dal 2015 il piano di Quantitative Easing hanno dato una svolta in positivo, infatti si osserva dalla figura un consistente crescita del PIL.

Come sostenuto da Egea e Hierro (2019) la Fed e la Bce hanno risposto in modo diverso alla crisi finanziaria. La Fed ha istituito i programmi di Quantitative Easing, tra dicembre 2008 e ottobre 2014, che consistevano in acquisti di titoli a lungo termine emessi dal governo degli Stati Uniti e titoli garantiti dal governo. Da parte sua, la BCE ha scelto di allungare la scadenza delle "Operazioni di rifinanziamento a lungo termine" (LTRO). Così alla fine del 2008, in un contesto di totale collasso finanziario, tale scadenza è stata estesa da tre a sei mesi. Questa scadenza è stata nuovamente estesa a 12 mesi alla fine di giugno 2009 e infine, a dicembre 2011, è stata allungata a 3 anni. A differenza della Federal Reserve, la BCE ha ampliato la base monetaria iniettando temporaneamente il denaro attraverso le banche (canale del credito), invece di farlo direttamente nel mercato finanziario. L'obiettivo dichiarato dei programmi LTRO era di sostenere il prestito bancario e la liquidità nel mercato monetario dell'area dell'euro .

Un'altra differenza sostanziale tra Bce e Fed è che quest'ultima non ha limiti istituzionali nel eseguire un piano di Quantitative Easing a differenza della Banca centrale europea che è bloccata dal principio di mantenere il tasso d'inflazione vicino al 2%.

Capitolo 2. Impatto della crisi sulla Cina

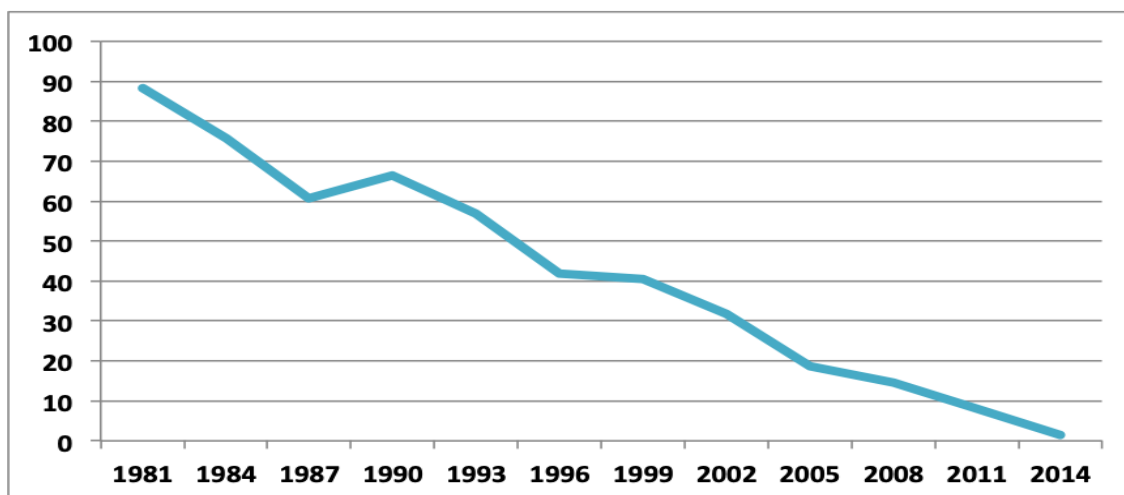
2.1. L'evoluzione dei trend dell'economia cinese

La Cina negli ultimi 70 anni, a partire dal 1949 in cui sorge la Repubblica Popolare Cinese, si è sviluppata ad una velocità molto elevata dal punto di vista economico.

Questo paese, prima che istituisse la nuova forma di stato, era molto arretrato e si basava fondamentalmente sul settore primario, ma a partire dagli anni '50 iniziò un grosso processo di industrializzazione impostato su un'economia socialista. Negli ultimi anni la Cina è stata guidata dall'industria manifatturiera che rappresenta il 40% della composizione del Pil e dai servizi che arriva a toccare il 50%.

Un elemento che può confermare la crescita della Cina è la figura 7 in cui si osserva il netto calo della povertà assoluta (chi vive con meno di 1,90 dollari al giorno) nel paese dall'85% nel 1981 a circa l'1% nel 2014. Questo sviluppo si è concentrato prevalentemente tra il 2001 e il 2004.

Figura 7: Calo della povertà assoluta in Cina



Fonte: Caccavello (2018)

Nella pagina seguente viene mostrato lo sviluppo della Cina in 40 anni, dal 1978 al 2018, utilizzando alcuni dati in tabella che possono brevemente riassumere la rapida crescita cinese.

Tabella 1: Progresso economico della Cina dal 1978-1979 al 2017-2018

	1978-1979	2017-2018
Aspettativa di vita	66 anni	76 anni
Pil, quota mondiale (basato su potere d'acquisto)	2%	18%
Tasso di alfabetizzazione (percentuale totale della popolazione)	65%	96%
Popolazione urbana (percentuale sul totale)	18%	58%
Tasso di mortalità infantile (ogni 1000 nascite)	52.6	8.1
Totale export e import (percentuale al pil)	2%	38%
Indice dello sviluppo umano (misura della qualità della vita, da 0 a 1)	0.530	0.752
Autovetture registrate (nella sola città di Pechino)	77mila	5.6 milioni

Fonte: *Caccavello* (2018)

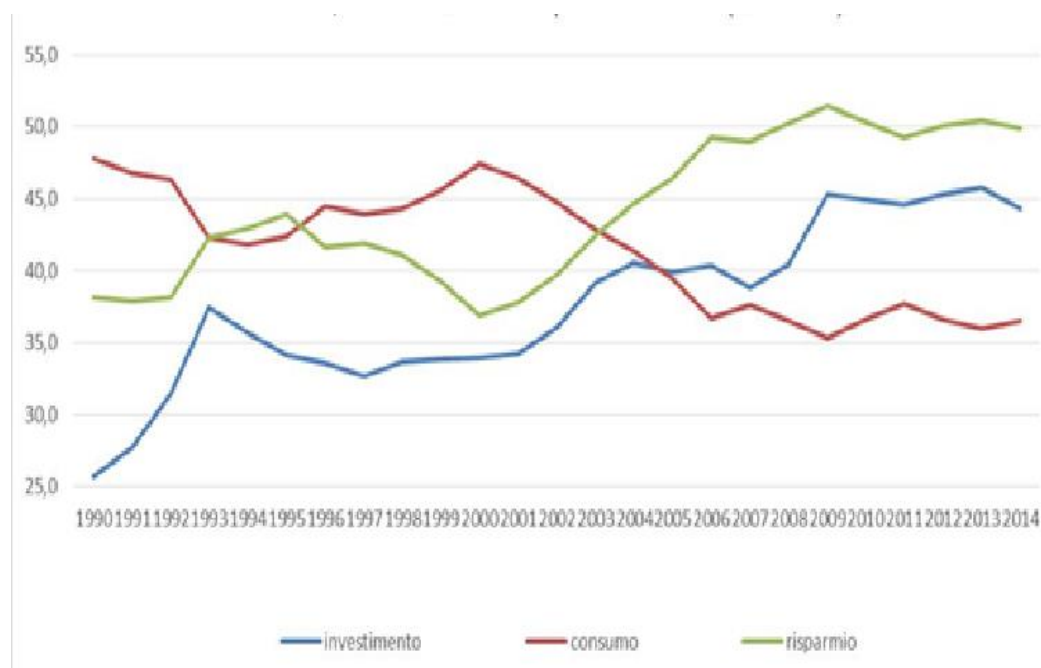
La Cina attraverso alcune riforme economiche degli ultimi 40 anni si sta dimostrando una potenza economica mondiale permessa anche grazie all'adesione nel 2001 nella World Trade Organization che ha avvantaggiato le esportazioni.

Dopo una visione dei dati dell'economia cinese molto generali, valuteremo le variazioni che alcune variabili economiche hanno subito negli anni, soffermandoci con maggiore attenzione sui trend che hanno avuto le variabili pre, durante e post crisi finanziaria valutando così come essa ha influito sulla grande recessione sulla Cina.

Per verificare l'influenza che la Cina ha subito dalla crisi, partiremo analizzando i fattori che compongono la domanda aggregata quindi il consumo delle famiglie, l'investimento delle imprese, la spesa pubblica del settore pubblico e le esportazioni nette.

Il consumo delle famiglie in Cina non risulta il motore fondamentale della domanda che rappresenta solo il 35% del Pil, a differenza dei paesi sviluppati che è pari al 60%. Come si può vedere dalla figura 8, il consumo è in diminuzione dal 2000.

Figura 8: Consumo, investimento e risparmio in Cina (% del Pil), 1990 - 2014



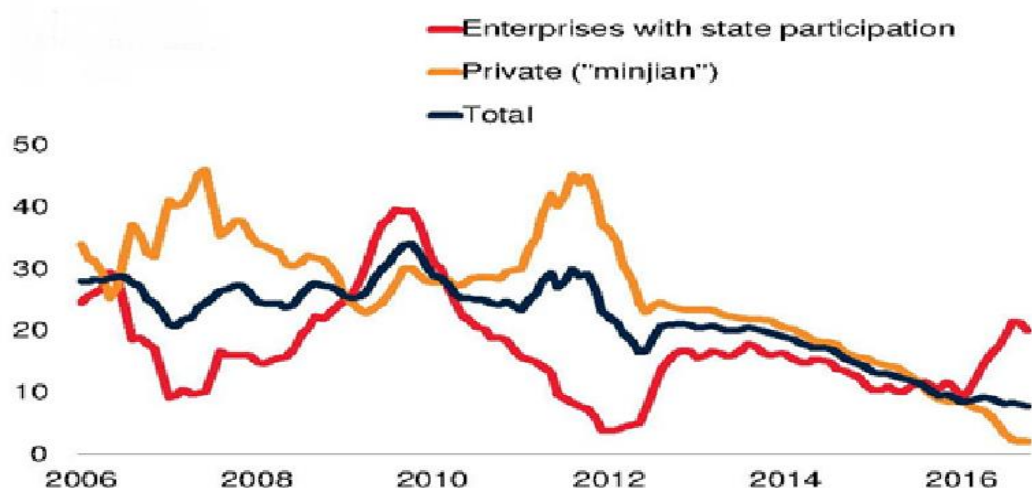
Fonte: Amighini (2016)

Il motivo consiste principalmente dal fatto che le famiglie hanno molte ragioni per risparmiare una fetta del loro reddito dovute alle spese sanitarie (la sanità è gestita per lo più dai singoli), alla mancanza di un sistema previdenziale nazionale, al sistema scolastico (impone importanti spese alle famiglie).

Per quanto riguarda l'investimento delle imprese, possiamo sostenere che esse hanno comportato l'elevata crescita cinese, a differenza del consumo delle famiglie, che nel 2016 risultava al 45% del Pil. Un tasso troppo elevato d'investimento porta però a sovraccapacità produttiva che può abbassare i margini di profitto.

Riguardo la spesa pubblica, anticipo solamente una figura in cui si nota un consistente utilizzo di politica fiscale per aumentare la domanda interna ma verrà ampiamente discusso nel capitolo 3.

Figura 9: Movimenti degli investimenti in immobilizzazioni

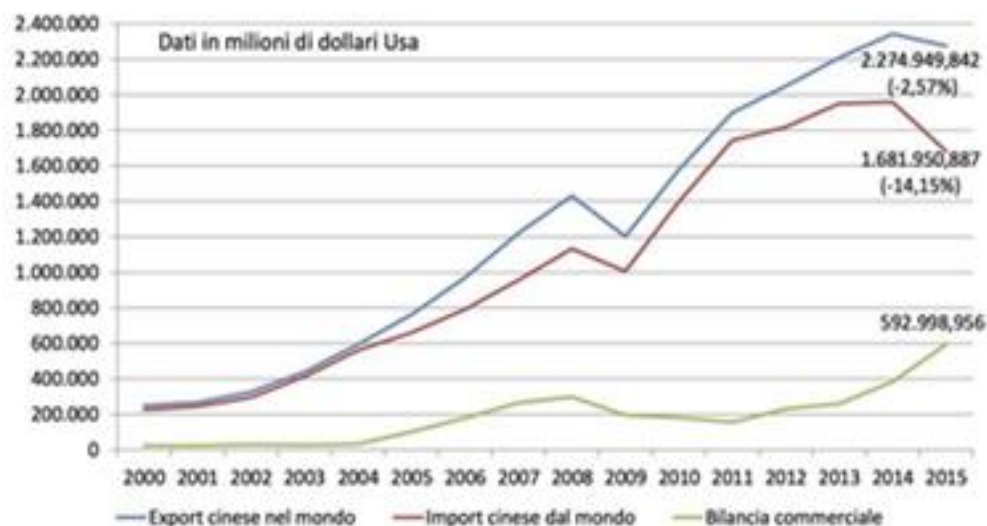


Fonte: *The Walking Debt* (2019)

Un altro fattore di cui verrà largamente discusso in questo capitolo sono le esportazioni e le importazioni che sono due elementi alla base dell'economia cinese.

Anticipo solamente il piccolo trend negativo durante la grande recessione dovuto dalla diminuzione delle esportazioni e conseguentemente della bilancia commerciale.

Figura 10: Esportazioni, importazioni e bilancia commerciale



Fonte: *CeSif – Fondazione Italia Cina, Rapporto 2016*

Ci sono altri fattori che possono rendere più immediata la comprensione di come la Cina ha passato il periodo della grande recessione. Uno di questi riguarda i trend che ha subito l'occupazione in Cina.

Secondo la figura 11 il tasso di disoccupazione ha avuto un incremento dal 2009 dal 4% al 4,3%, un anno dopo l'inizio della crisi finanziaria, ma nel 2010 attraverso le politiche fiscali, di cui parleremo nel terzo capitolo, il tasso è stato ridotto al 4,1%.

Figura 11: Tasso di disoccupazione cinese

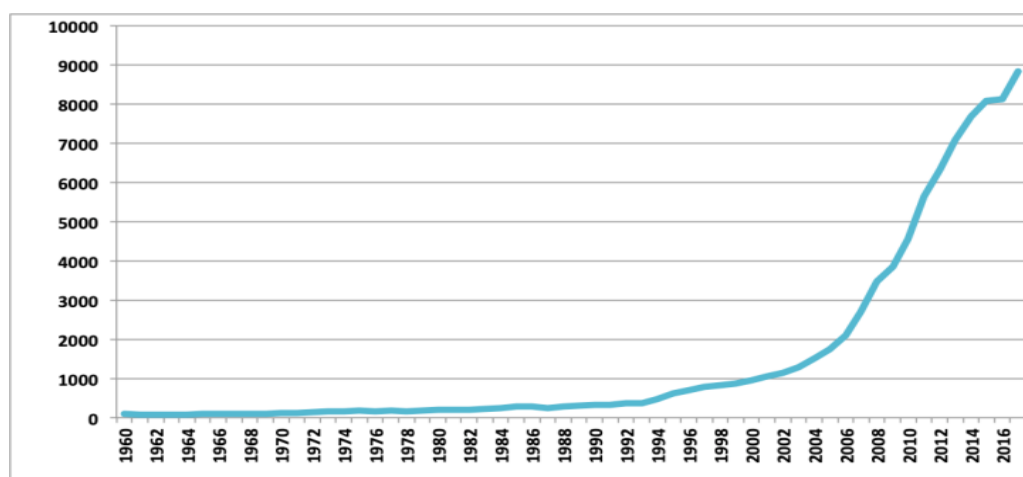


Fonte: *Trading Economics* (2019)

Possiamo concludere questa analisi dei trend dell'economia cinese attraverso uno degli elementi fondamentali per sottolineare la crescita dell'economia cinese: il Pil.

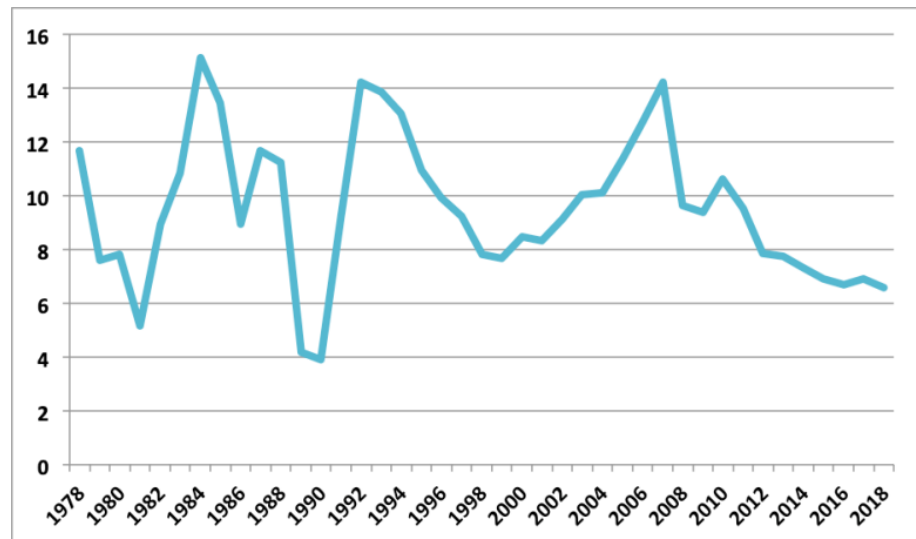
Nella seguente figura osserviamo l'esponente crescita del prodotto interno lordo pro capite della Cina appena prima gli anni 2000 dopo l'intenso processo d'industrializzazione e in special modo dopo che l'economia cinese iniziò ad aprirsi al commercio estero e aprire le porte alle imprese straniere che volevano stabilirsi in Cina. Possiamo notare una piccolissima variazione tra il 2008 e il 2010 in cui il Pil aumenta ma con minor intensità. Infatti nella figura 13 nel periodo appena menzionato si nota che la crescita reale del Pil subisce una netta flessione dal 14% a circa il 9%.

Figura 12: Prodotto interno lordo pro capite cinese in dollari USA



Fonte: *Caccavello* (2018)

Figura 13: Crescita reale del Pil della Cina



Fonte: *Caccavello* (2018)

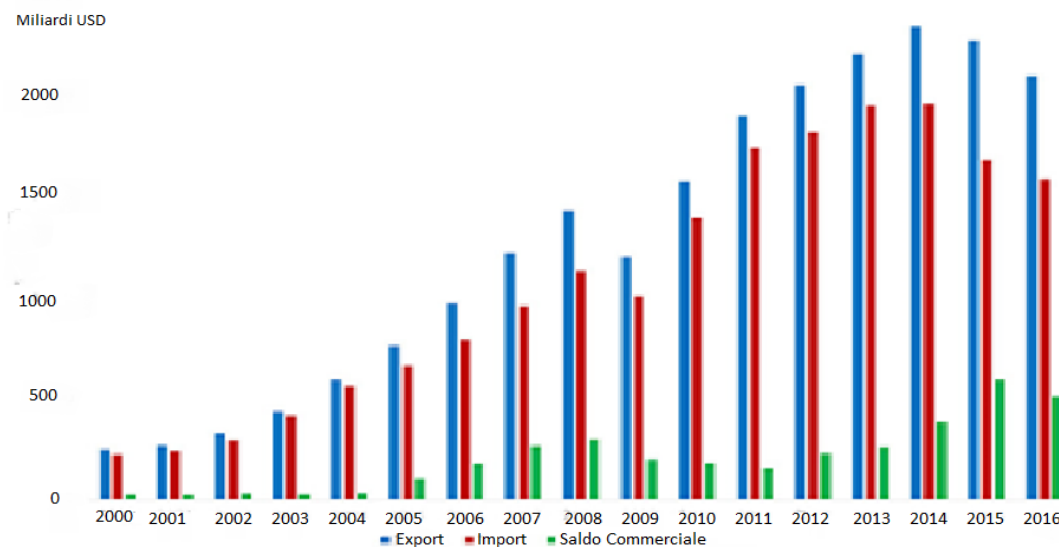
2.2. Effetti sul settore commerciale: esportazioni e IDE

Il paragrafo precedente fa comprendere come l'esposizione diretta alla crisi della Cina sia stata ristretta in confronto ad Usa ed Europa. La ripercussione della crisi si è avvertita comunque a causa del processo di globalizzazione avanzato dell'economia a livello mondiale.

L'impatto principale risentito dalla Cina, riguardo la crisi sorta in America, è stato percepito sugli investimenti e sul commercio, in particolar modo nella riduzione delle esportazioni che "rappresentavano un terzo del Pil cinese" (Xu e Gui, 2019).

Secondo i dati riportati dall'articolo di Regalada Eduardo e Molina Elda (2009) le esportazioni erano cresciute del 30% annuale tra il 2003 e il 2007 e del 20% nel 2008 ma nel dicembre dello stesso anno il tasso di crescita si era ridotto al 5,3% a causa della contrazione della domanda, in primo luogo da parte dei mercati statunitensi ed europei. A proposito va considerato che l'ammontare della domanda dei G-3 (Usa, Europa e Giappone) rappresentava il 46% delle esportazioni cinesi. Nonostante questo drastico calo delle esportazioni, la Cina riusciva a mantenere una bilancia commerciale positiva.

Figura 14: Andamento delle esportazioni e importazioni cinesi, 2000 - 2016



Fonte: *Corriere Asia* (2019)

Di fronte alla crisi finanziaria, in particolar modo in riferimento all'ultimo trimestre del 2008, le esportazioni e le importazioni cinesi hanno cominciato a calare per tutto il 2009 (vedi figura 10) ma già dal 2010 hanno riiniziato a crescere e nel 2016 è stato il primo Paese per valore delle esportazioni davanti a Stati Uniti, Germania e Giappone.

In questo periodo di netta diminuzione delle esportazioni si è arrivati alla considerazione che i principali mercati per le esportazioni cinesi (Usa ed Europa) non si sarebbero ripresi in un periodo di breve termine. La Cina quindi non poteva concentrarsi sull'aumento certo delle esportazioni nell'immediato futuro.

L'economia cinese, per scongiurare una drastica riduzione del Pil che avrebbe portato a ripercussioni molto più rilevanti, sceglie di allontanarsi da un'economia strutturata sull'export, che quindi è estremamente sbilanciata sulle esportazioni, verso un'economia incentrata sulla domanda di consumo interno.

Come espresso da Jabbour E. e Dantas A. (2017) "il previsto aumento della capacità installata unita alla costituzione di un moderno sistema finanziario garantiscono le condizioni nazionali per la costruzione di 'dighe contro maree storiche sfavorevoli' come si vede nella risposta del Paese ai primi anni della crisi finanziaria globale" attraverso politiche fiscali espansive, e piccole e tardive politiche monetarie. Perciò, oltre al fatto di consolidare la domanda interna, la Cina ha diversificato le destinazioni geografiche delle loro esportazioni per diminuire il rischio di una flessione dei mercati più maturi. Proprio per questa ragione, il primo gennaio 2010 entra in vigore l'accordo di libero scambio con l'Asean (Association of South-East Asian Nations).

Un ulteriore aspetto che tocca l'ambito delle esportazioni è il problema di eccesso di capacità cioè dell'output gap che si diffonde in Cina con lo scoppio della crisi finanziaria. Come riferito da Paul G. Egan e Leiddin Anthony L. (2016) il "modello di crescita [cinese] si è basato su alti livelli di investimenti ed esportazioni combinati con un surplus di manodopera. In passato, gli alti livelli d'investimento della Repubblica Popolare Cinese hanno creato capacità al di là della sua capacità di consumo. L'eccesso di capacità è stato spesso assorbito al di fuori dei suoi confini dalla domanda globale eccezionalmente forte per le esportazioni della RPC". Il subentro della crisi finanziaria globale ha manifestato che la Cina non poteva più fare affidamento sullo stesso livello di domanda per le sue esportazioni che sosteneva all'inizio e alla metà degli anni 2000.

Emerge in questo modo "la dipendenza della RPC dalle esportazioni nel colmare il divario tra produzione potenziale ed effettiva" (Egan e Leiddin, 2016).

Il crollo consistente delle esportazioni è stato anche ostacolato dalla moneta cinese che nel 2009 era ancorata al dollaro americano. Questa politica di cambio può aver limitato l'efficacia della politica monetaria della People's Bank of China.

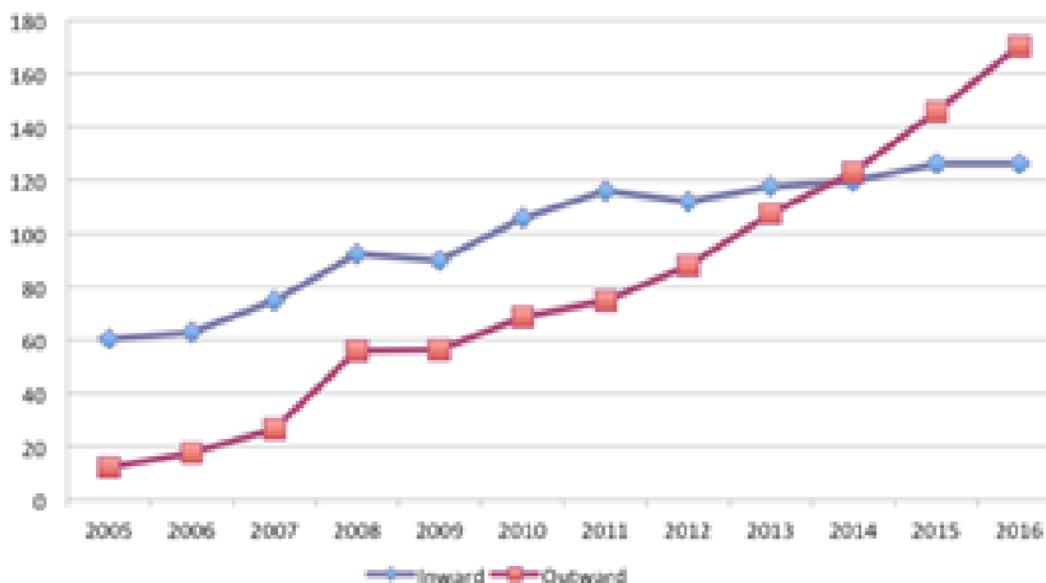
L'altro fattore che ha influenzato il settore commerciale cinese sono gli Investimenti Diretti Esteri (IDE).

Il governo cinese ha incentivato gli IDE già dalla fine degli anni '70 dall'apertura ai capitali stranieri, visto la loro buona capacità di promuovere la crescita e l'innovazione tecnologica.

La Cina è riuscita ad avvantaggiarsi della tecnologia fornita dagli Stati Uniti e ha intrapreso un proprio modello creando un ambiente favorevole agli investimenti stranieri. Nei confini cinesi perciò si sono concentrati non solo ingenti capitali ma anche know how e tecnologia.

Il flusso di IDE confluiti in Cina ha avuto un drastico aumento tra il 2001 e il 2003. La crisi economica poi ha causato un rallentamento dei flussi di capitale estero (figura 15). Tra l'anno 2009 e il 2010 gli IDE dei paesi esteri verso la Cina hanno avuto una piccola flessione, mentre gli IDE cinesi verso i paesi esteri sono rimasti inalterati senza nessuna rilevante variazione.

Figura 15: Investimenti diretti esteri cinesi 2005 – 2016 in US\$ miliardi



Fonte: *National Bureau of Statistics, China (2016)*

Il rallentamento della crescita causato dalla crisi finanziaria globale non può essere considerata così grave per la Cina dato che nel giro di un anno sia le esportazioni che gli investimenti diretti esteri hanno riiniziato a percorrere il loro trend positivo.

Nonostante gli effetti negativi (specialmente riguardo l'influenza nel Pil) il rallentamento della crescita, come dall'articolo di Regalado E. e Molina E. (2009), ha evitato il surriscaldamento dell'economia cinese. Tuttavia la minore crescita economia riduce la creazione di posti di lavoro, e date le grandi dimensioni demografiche del paese si pone davanti un'importante sfida a riguardo. L'economia cinese per non cadere in una crisi consistente deve mantenere una crescita vicina all'8% quindi negli anni relativi la crisi economica globale la Cina era in linea con questa analisi.

Si può concludere affermando che, durante la crisi, la Cina ha una posizione nettamente migliore rispetto ai grandi paesi occidentali, sia per quanto riguarda la limitatezza dell'impatto, sia per quanto riguarda la possibilità di affrontare le conseguenze.

2.3. Ripercussioni in ambito finanziario: shadow banking, titoli tossici, bolla immobiliare e finanziamenti in pool

Come confermato da Xu G. (2018) il sistema finanziario cinese è conforme allo stereotipo della teoria di repressione finanziaria, cioè il settore bancario è dominato dalla proprietà

statale, i tassi di interesse sono controllati dal governo e l'allocazione del credito è pesantemente influenzata da fattori politici piuttosto che da motivi commerciali.

Questa teoria ha le sue origini da McKinnon e Shaw (1973) e sostengono che specialmente le nazioni in via di sviluppo hanno storicamente ristretto la concorrenza al settore finanziario attraverso l'intervento e la regolamentazione del governo perciò gli intermediari finanziari non possiedono la capacità di funzionare a pieno regime.

Tramite il pacchetto di stimoli (di cui parleremo più approfonditamente nel capitolo 3) si è incentivata l'economia cinese ma allo stesso tempo "il rapporto tra il credito e il Pil che era di circa il 140% prima del 2008 è saltato al 177,8% nel 2009" (Xu e Gui, 2019) arrivando così alla conclusione che la Cina aveva sempre più bisogno di input per produrre lo stesso livello di output.

Data la maggiore domanda di credito, le banche commerciali della Repubblica Popolare Cinese hanno iniziato ad aggirare le rigide regolamentazioni (ad esempio come il limite massimale del tasso sui depositi, il criterio del rapporto prestito/deposito del 75%, etc.) attraverso lo shadow banking. Infatti, "l'elevata redditività delle banche cinesi dopo il 2008 è strettamente correlata al loro coinvolgimento nelle attività di shadow banking" (Xu e Gui, 2019). Secondo le stime dell'elaborato di Kawai M. e Liu L. (2015) "le attività bancarie ombra nella RPC potrebbero essere almeno pari a 30 miliardi di CNY, pari al 52% del Pil nel 2013".

Lo shadow banking si riferisce all'intermediazione creditizia che include entità o attività di non banche, in particolar modo l'intermediazione finanziaria al di fuori del sistema bancario regolamentato. Questa operazione quindi coinvolge "attività di istituto finanziario, cioè canalizzazione di grandi quantità di depositi verso altre istituzioni finanziarie che non sono soggette al rapporto prestito/deposito e attività bancarie sotterranee, ovvero l'assunzione di attività bancarie informali sotto forma di intermediazione diretta di fondi privati tra imprese e privati, che non è soggetta alle normali norme del sistema bancario formale" (Kawai e Liu, 2015)

L'incidenza della crisi in Cina ha avuto un impatto diretto abbastanza limitato in campo finanziario. Questo impatto deriva dal forte legame commerciale presente tra Stati Uniti e Cina in cui parte dell'attivo della bilancia commerciale cinese veniva reinvestito direttamente in titoli americani.

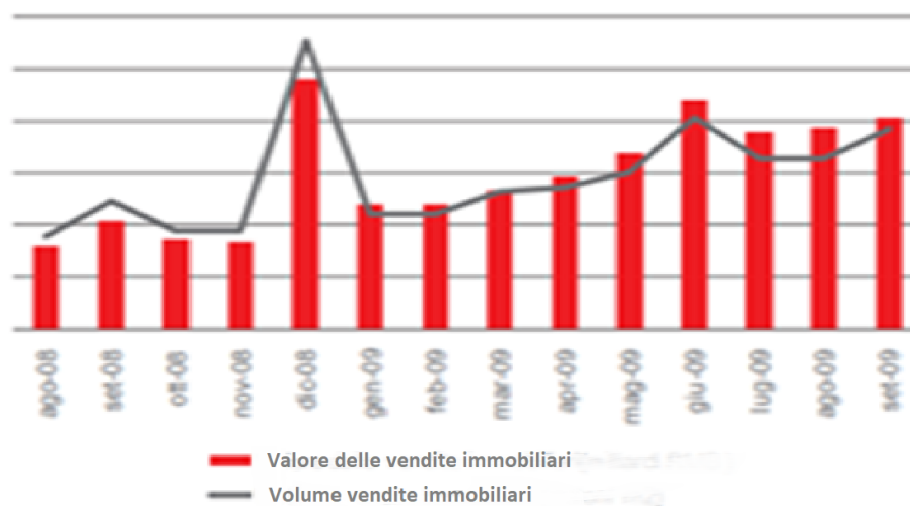
Secondo Regalado e Molina (2009) si stima che dei circa 1,9 bilioni di dollari statunitensi presenti nelle riserve monetarie della Cina, almeno la metà era composta da investimenti in titoli di debito pubblico statunitense e da oltre 400 mila milioni da titoli di Fannie Mae e Freddy Mac. Il livello di esposizione più elevato però era quello della Banca Centrale e di

altre banche commerciali che nel complessivo detenevano circa 30 mila milioni di dollari in prodotti finanziari legati alle ipoteche americane. Infine, almeno 7 banche cinesi hanno confermato di avere, al momento della bancarotta, buoni della Lehman Brothers per 772 milioni di dollari, una cifra che nonostante tutto rappresentava meno dello 0,5% del capitale complessivo investito in titoli.

Le bolle speculative sono state scongiurate nel mercato azionario, nonostante un crollo consistente del rapporto prezzo/utile per azione, dovuto alla separazione tra mercato azionario cinese ed economia reale, ma non si può affermare lo stesso per il settore immobiliare.

Si iniziò a discutere della creazione di una bolla immobiliare già dal 2009 visto il notevole aumento di valore degli immobili nella seconda metà dello stesso anno. Un crollo dei prezzi poteva incidere pesantemente già in quegli anni influenzando la fiducia dei consumatori.

Figura 16: Valore e volume delle vendite immobiliari da agosto 2008 a settembre 2009



Fonte: *CeSif – Fondazione Italia Cina, Rapporto 2010*

Dal 2009 ad oggi la bolla immobiliare cinese deve ancora esplodere. In questi anni molte erano le case senza un inquilino, e “negli ultimi dieci anni, il continuo aumento dei prezzi delle abitazioni in Cina non solo ha guidato la rapida crescita economica, ma ha anche fatto sì che un gran numero di fondi lasciasse settori dell’economia reale e si riversasse nel settore immobiliare. L’inondazione di denaro ha ulteriormente rafforzato l’aspettativa delle persone che i prezzi delle case aumentassero [...] esacerbando così il rischio di bolle dei prezzi delle abitazioni.” (Jiang, Li, Zhang e Zhou, 2019).

Prima della crisi, la Cina ha adottato riforme bancarie che hanno consentito l’ingresso di banche straniere e una maggiore partecipazione interna al mercato dei prestiti sindacati.

Questi prestiti sono conosciuti anche come “finanziamenti in pool”, e sono erogati da un consorzio di banche, o anche da stati a favore di un’impresa.

Negli ultimi due decenni i prestiti sindacati sono consistentemente aumentati nei mercati emergenti dato che l’ingresso di banche estere tramite i prestiti appena citati, possono raggruppare la ripartizione del rischio e dello sforzo di finanziamento. In particolare come espresso da Caporale Guglielmo M., Lodh S. e Nandy M. (2018) ” i prestiti sindacati contribuirono allo sviluppo finanziario e alla stabilità nei mercati emergenti. Durante la crisi finanziaria, il settore finanziario nei mercati emergenti è cresciuto costantemente ed è stato rafforzato da varie riforme. Di conseguenza, l’offerta di credito è rimasta stabile in questi paesi durante la crisi. Però, a causa della crisi del debito sovrano e del crollo di diverse istituzioni finanziarie nel 2008-2009, con la conseguente crisi di fiducia degli arrangiatori di prestiti sindacati, i prestiti sono diminuiti durante la crisi finanziaria. Si dimostra in questo modo come le banche dei paesi sviluppati trasmettono gli shock finanziari alle sussidiarie estere”.

Nonostante queste complicità dovute al diffondersi della grande crisi dei mutui subprime americani la Cina non è stata colpita in modo rilevante come gli Stati Uniti e l’Europa dato che in quel periodo le famiglie cinesi avevano alti tassi di risparmio e una bassa leva finanziaria ed inoltre il governo cinese controllava enormi risorse visto che deteneva la proprietà statale di gran parte del settore bancario e visto che l’economia possedeva un considerevole surplus commerciale.

Capitolo 3. La risposta cinese alla crisi mondiale

3.1. Tassi di interesse altalenanti e riforme monetarie tardive

Gli strumenti di politica monetaria della PBOC possono essere suddivisi in quantitativi e qualitativi. Secondo Egan Paul G. e Leddin Anthony J. (2016) gli strumenti quantitativi “includono i tassi di prestito e deposito bancario, i requisiti di riserva e le operazioni di mercato aperto” mentre gli strumenti qualitativi “spesso comportano una pressione amministrativa diretta sugli attori finanziari per farli operare coerentemente con le esigenze nazionali”.

Durante la crisi finanziaria del 2007-2008, prima delle effettive azioni di politica monetaria, è stata ampiamente utilizzata la comunicazione come un importante strumento non convenzionale di politica monetaria. Dall’articolo di Sun O. e Liu Z. (2016) emerge che le comunicazioni della banca centrale potevano essere utilizzate per gestire le aspettative creando notizie e riducendo il rumore. Gli effetti di questo strumento ha effetti significativi prevalentemente sul rendimento nel lungo periodo influenzando le aspettative del mercato e “frenando l’eccessiva espansione dei prezzi delle attività nel lungo periodo senza causare drastiche fluttuazioni nel mercato azionario”.

Per quanto riguarda i tassi di interesse, la PBOC ha iniziato a liberalizzarli alla fine degli anni '90. I prestiti erano per la maggior parte “incanalati verso alcune imprese statali inefficienti e in perdita (SOE) che godevano anche di implicite garanzie statali” (Li e Liu, 2019); di conseguenza le piccole e medie imprese nel settore privato hanno avuto un accesso molto limitato ai prestiti bancari.

Gli obiettivi erano quelli di “offrire alle banche commerciali maggiore margine di manovra per valutare i loro prestiti e depositi per competere tra loro, migliorare l’efficienza delle banche e quindi promuovere lo sviluppo economico” (Li e Liu, 2019). Infatti, facendo riferimento alla funzione di produzione $Y=AF(K,L)$ per promuovere la crescita economica, si arriva alla semplice conclusione che minore è il costo del capitale K, più forte è l’incentivo ad accumularlo avendo perciò più potenziale per sviluppare la crescita economica.

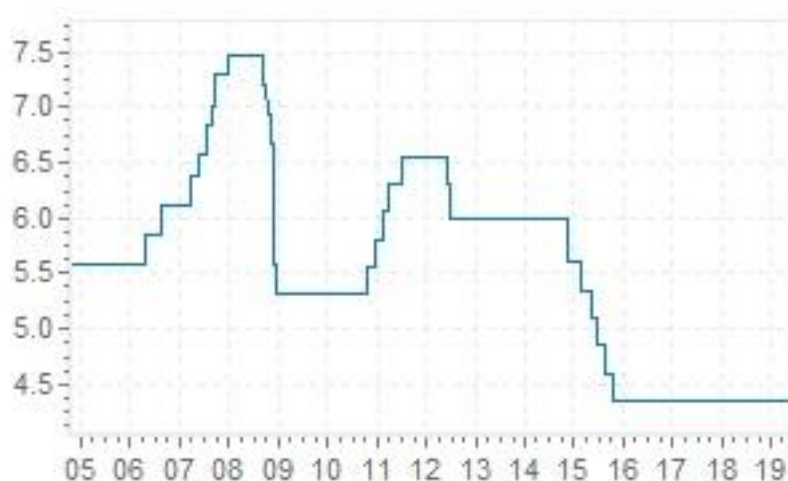
Dall’inizio della grande crisi finanziaria, l’autorità monetaria della RPC ha rivisto la sua politica monetaria in risposta alle mutevoli prospettive di crescita del Pil e dell’inflazione dell’indice dei prezzi al consumo (IPC). Così “nell’ultimo trimestre del 2008, l’autorità monetaria ha allentato rapidamente la politica abbassando i tassi sui depositi e sui prestiti di riferimento e il coefficiente di riserva obbligatoria. Insieme al suo ampio pacchetto di stimolo

fiscale, l'allentamento della politica monetaria sembrava aver avuto un impatto stabilizzante. Con la ripresa dell'economia e l'aumento dell'inflazione IPC nel 2010-2011, l'autorità monetaria ha spostato la propria posizione monetaria dalla lotta contro la crisi per combattere l'inflazione innalzando i tassi sui depositi, i prestiti e il coefficiente di riserva.” (Kawai e Liu, 2015).

Nel periodo in cui si rileva il boom del credito (dal 2009 al 2011) si rileva un enorme accumulo del debito cinese. Nell'articolo di Xu G., l'autore riporta i dati del Mckinsey Global Institute (2015) in cui “il debito totale della Cina (incluso il debito del settore finanziario) è quasi quadruplicato dal 2007, passando da \$ 7,4 trilioni a \$ 28,2 trilioni al secondo trimestre del 2014 e passando dal 158% del Pil al 282%”.

A causa dell'ondata di credito bancario nel periodo sopracitato, il governo per evitare che il boom del credito spinto dalla politica monetaria crescesse senza controllo, nel 2012 decise di irrigidire la politica monetaria e scoraggiare i prestiti bancari alle LGFV (Local Government Financing Vehicles) e determinate industrie. Proprio in questo momento entra in gioco il sistema bancario ombra a cui queste industrie si rivolsero.

Figura 17: Tassi di interesse PBOC



Fonte: *Global-rates.com* (2019)

La RPC in più, dall'inizio della grande crisi finanziaria ha compiuto varie misure di riforma incominciando dal lancio dell'Interbank Offered Rate di Shanghai (SHIBOR) nel 2007, cioè il tasso di interesse medio giornaliero per i prestiti non garantiti sul mercato monetario all'ingrosso di Shanghai. Nel 2013 fu effettuata l'abolizione del floor rate sui prestiti, cioè un contratto derivato in cui l'acquirente, a fronte del pagamento di un premio, ha diritto a ricevere dal venditore, per un certo periodo di tempo e in date prefissate, un importo pari al prodotto tra la differenza positiva tra il tasso fissato dal contratto e un tasso di mercato alla

data di rilevazione. Questa abolizione “ha permesso alle banche di impostare liberamente i propri tassi di credito” anche se “l’impatto reale sull’economia reale è stato piuttosto limitato” (Kawai e Liu, 2015).

Un ulteriore passo verso la liberalizzazione degli interessi è stato, nel 2013, attraverso il lancio di certificati di deposito interbancari negoziabili e il lancio di un sistema per un tasso di prestito primario cioè di un tasso di interesse indicativo al quale le banche commerciali prestano ai loro clienti principali. Nel 2016 infatti, il Fondo Monetario Internazionale ha annunciato che “la liberalizzazione dei tassi di interesse è stata formalmente completata... queste riforme aiutano a muovere la Cina verso una politica monetaria indipendente e basata sul mercato” (Xu, 2018) anche se gli effetti pratici sono limitati.

Per adeguare in modo più accurato l’offerta di moneta dopo il grande programma di stimolo nel 2009, “la PBOC ha introdotto una serie di nuove politiche monetarie” (Li e Liu, 2019).

Secondo un articolo de Il sole 24 ore di marzo 2018 “il 25 settembre del 2012 la Cina varò un maxi-programma da 46 miliardi di dollari di liquidità nel sistema (il programma Repo, sintesi di repurchase agreement), un atto senza precedenti nella storia del Paese con cui la Cina puntava a stimolare la domanda aggregata interna”.

Lo strumento di Standing Lending Facility (SLF), introdotto nel 2013, cui la sua scadenza massima è generalmente mantenuta al di sotto di un mese; “la PBOC ha concesso un totale di 10,89 miliardi di renminbi agli istituti finanziari” (Li J. e Liu M., 2019) attraverso questo strumento.

Lo strumento di Short-term Liquidity Operations (MLF), creato nel 2014, per concedere alle banche selezionate fondi per mantenere la liquidità consentendo loro di utilizzare i titoli come garanzia; la PBOC può utilizzarlo per erogare prestiti ad aree mirate dell’economia.

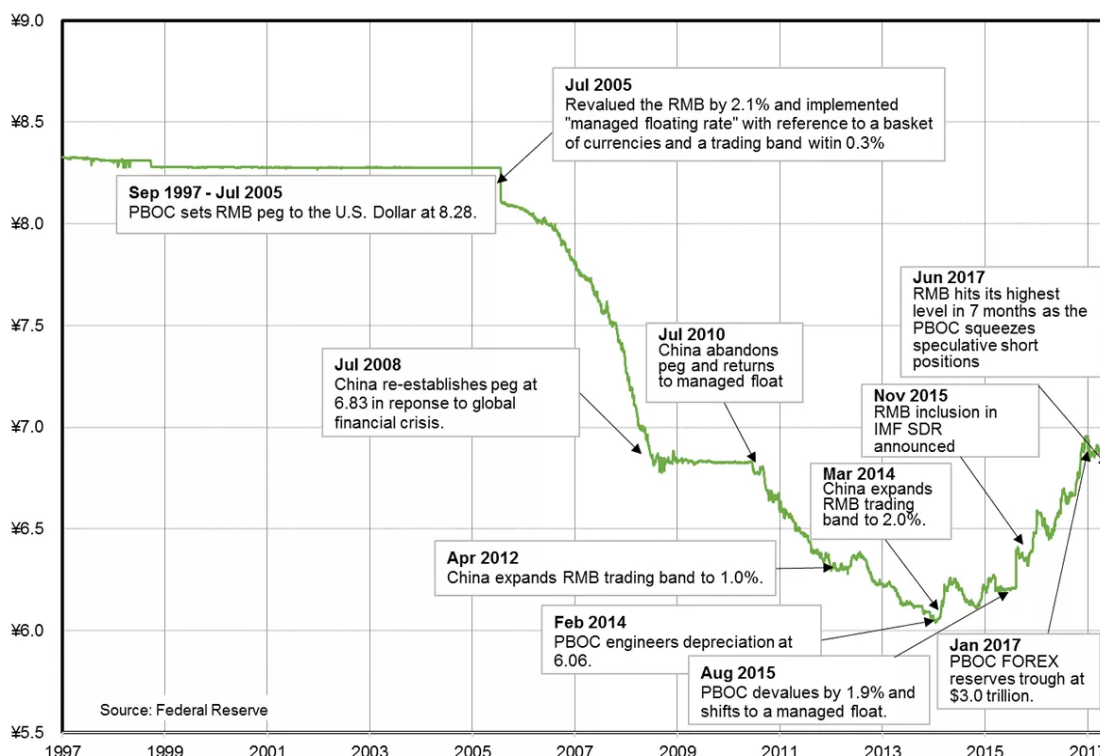
Il Pledged Supplementary Lending (PSL), mirava a fornire fondi a basso costo a settori specifici, supportati da attività collaterali di alta qualità.

Una piccola parentesi la merita la variabile macroeconomica sul tasso cambio. Secondo Morrisson e Labonte (2013) nell’articolo di Kamran M., Ten J. e Khan Muhammad I. (2019) “la Cina ha iniziato ad aggiustare il CNY al dollaro a 8,2770 CNY per USD nel 1995... rimasto costante da agosto 1995 a luglio 2005” uscendo così nel 2005 dalla parità del dollaro che favoriva scambi e investimenti internazionali abbassando l’incertezza sui tassi di cambio e i premi per il rischio valutario.

Dal 2005 al 2008 il CNY è stato apprezzato costringendo il paese a passare al sistema di pegging gestito, consentendo così un certo grado di flessibilità del tasso di cambio e concedendo un nuovo strumento politico all’autorità per gestire l’economia. Nel luglio del

2008 la Cina ha interrotto l'apprezzamento (6,83 CNY per USD) perché la crisi economica globale ha avuto grosse ripercussioni sugli esportatori cinesi aiutando perciò gli esportatori a far fronte al forte calo della domanda da parte degli Stati Uniti ma nel giugno 2010 il CNY è stato nuovamente apprezzato. Dall'articolo di Kawai M. e Liu L. (2015) “ in generale, il grado di flessibilità del tasso di cambio è gradualmente aumentato nel tempo ma rimaneva comunque molto limitato”.

Figura 18: Tasso di cambio CNY/USD



Fonte: *To* (2019)

Il governo nel 2016 ha adottato misure per ridurre interventi sui cambi attraverso l'inclusione del renminbi nel cesto speciale per i diritti di disegno del FMI, cioè la moneta cinese ha soddisfatto i requisiti per essere una moneta ampiamente utilizzata nel commercio internazionale.

Tuttavia la politica monetaria cinese è stata fin da subito espansiva e incentra per un breve periodo sulla diminuzione dei tassi di interesse e la conseguente espansione del credito, mentre vari tipi di riforme furono emesse solamente a partire dal 2012. Questo è un ulteriore elemento che conferma come la Cina non sia stata colpita nella stessa misura e nello stesso tempo come accadde a Stati Uniti ed Europa.

3.2. Rilancio delle opere pubbliche e dei grandi lavori

L'arrivo della crisi mondiale del 2008 ha trovato la Cina in una posizione fiscale favorevole con surplus di bilancio avendo però degli effetti nell'economia del paese.

In risposta alla crisi mondiale e alla diminuzione del commercio estero, il governo cinese a fine del 2008 ha varato una politica fiscale espansiva attraverso il financial package. Il financial package era un imponente piano di stimolo da "586 miliardi di dollari per stimolare la domanda nazionale espandendo infrastrutture e migliorando i programmi di assistenza sociale" (Hsu, 2013). I pacchetti di stimolo quindi si concentrarono sull'assistenza sanitaria, educazione, alloggi a basso reddito, protezione ambientale, programmi per promuovere innovazioni tecnologiche, trasporto, ma specialmente su progetti d'infrastrutture di lungo termine come la costruzione di ferrovie ad alta velocità, aeroporti, autostrade, porti e la ricostruzione dopo il terremoto del Sichuan.

Il pacchetto di stimoli sembra avere efficacemente potenziato, almeno nel breve periodo, la crescita economia della Cina a costo però di intensificare la repressione finanziaria della Cina. La logica di base del programma è stimolare l'economia cinese tramite investimenti realizzati prevalentemente da LGFV e SOE che hanno svolto un ruolo chiave nel rinvigorismento dell'economia cinese. Motivato dai vantaggi economici e politici, le SOE hanno servito gli interessi del Partito raggiungendo stabilità sociale grazie ad un alto tasso di occupazione e riabilitando l'economia con i massicci progetti d'investimento descritti precedentemente. L'efficienza di questi progetti viene però ritenuta dubbiosa, perché nonostante la produzione industriale totale in Cina fosse quasi raddoppiata tra il 2007 e il 2013 (Wen e Wu, 2014), per colpa della rapida espansione della produzione, l'utilizzo della capacità nei settori chiave dell'economia è diminuita in modo significativa, il che suggerisce che esiste un notevole eccesso di capacità nell'economia. Questo conduce ad un significativo aumento del rapporto tra imprese zombie che espone le banche cinesi al crescente rischio di crediti in sofferenza.

Secondo Xu G., "la crescita economica è stata una priorità assoluta a causa del semplice fatto che il partito [cinese] manca di legittimità in senso democratico; quindi, è stato costretto a cercare la legittimità basata sulle prestazioni migliorando continuamente gli standard di vita dei cittadini cinesi"; un altro motivo riguardante la rapida crescita economica consisteva nell'evitare che una consistente diminuzione di posti di lavoro a causa di una recessione economica portasse ad una minaccia per la stabilità sociale.

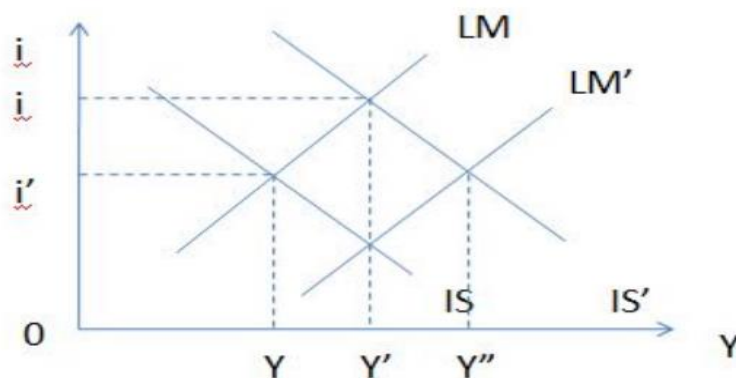
Il governo cinese, dopo l'annuncio del piano di stimolo, ha imposto in modo aggressivo alle banche statali di concedere nuovi prestiti.

Secondo Xu G. (2018), “ dal punto di vista della responsabilità, i prestiti bancari hanno svolto un ruolo dominante nel finanziamento di LGFV e delle SOE prima del 2012”. Sempre nello stesso articolo di Xu, dallo studio di Zhang e Barnett (2014) emerge che i “prestiti bancari hanno rappresentato circa l’80% del debito totale delle amministrazioni locali entro il 2010”. La rapida crescita del credito e l’accumulazione del debito in Cina ha generato preoccupazione per la sua stabilità finanziaria e le prospettive economiche di crescita. Durante l’attuazione del piano di stimoli, il governo cinese ha promosso altre riforme fiscali come la riduzione delle imposte sul reddito delle società e la riduzione dell’IVA per incoraggiare il consumo e di conseguenza la produzione.

Tramite l’utilizzo del modello IS-LM si può verificare come la Cina allo scoppio della crisi finanziaria globale del 2008 abbia cercato di aumentare la produzione, dovuto al calo delle esportazioni; in primo piano attraverso la costruzione d’infrastrutture ed in secondo piano attraverso la riduzione delle imposte. Queste due misure di espansione fiscale compensano la diminuzione di esportazioni. Come si nota dalla figura, infatti, la linea IS si sposta verso destra facendo aumentare la produzione fino a Y' .

Un ulteriore spinta è stata data da una politica monetaria espansiva con la diminuzione di interesse iniziata nel 2008 che ha spostato la linea LM verso destra e quindi ha portato la produzione a Y'' .

Figura 19: classico modello IS-LM



Fonte: *Giavazzi, Blanchard e Amighini (2016)*

L’economia cinese, perciò, nel periodo 2008-2010 è riuscita con una ripresa a V a non farsi colpire in modo consistente dalla crisi. Il mezzo fondamentale per la crescita di produzione è stato l’aumento degli investimenti fissi che sono serviti a riempire il vuoto lasciato dal calo delle esportazioni fungendo da contrappeso per mantenere tassi di crescita elevati.

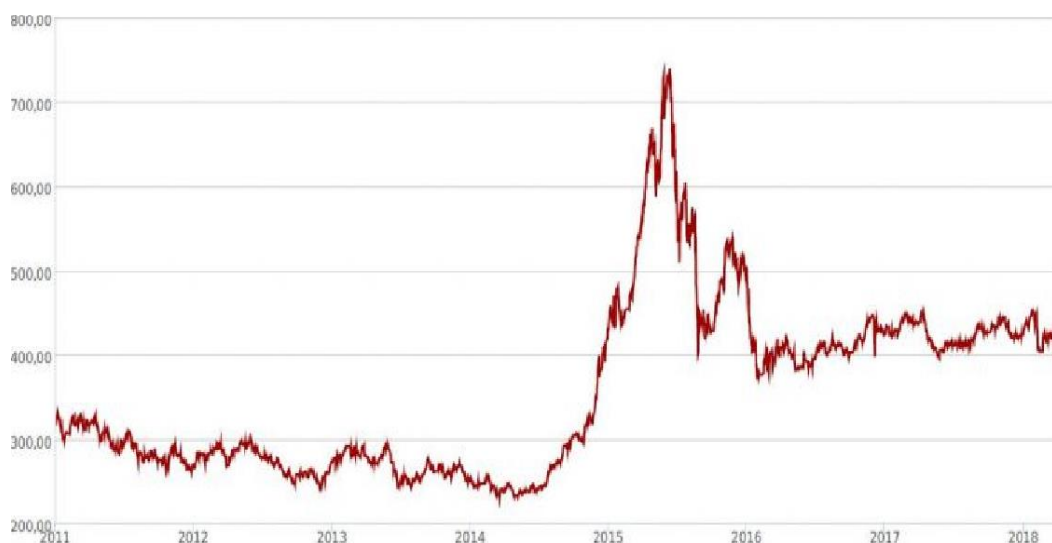
3.3. L'attuale guerra commerciale tra Cina e Usa

Negli anni seguenti la crisi finanziaria globale la Cina ha dovuto fare i conti con gli aspetti negativi del suo operato, in particolar modo con l'incremento del debito totale che in termini di Pil ha superato quello Usa.

“Secondo il Fondo Monetario Internazionale, il debito delle amministrazioni pubbliche e delle famiglie cinesi è aumentato di circa 23 mila miliardi di dollari solo nell'ultimo decennio, ed il rapporto complessivo debito/Pil è cresciuto di circa 100 punti percentuali, oltre il 250%.” (Subramanian, 2018). Tuttavia una percentuale rilevante del debito accumulatosi fa parte dell'indebitamento per espandere la base industriale e le infrastrutture del paese durante la crisi che però per gran parte han sostenuto imprese pubbliche, investimenti in infrastrutture e alloggi rivelatosi poco efficienti.

Prima di giungere alla guerra commerciale tra Cina e Usa, una piccola parentesi è doverosa farla sulla terribile crisi delle borse cinesi dell'agosto del 2015. L'anno prima di questa data il mercato finanziario era cresciuto del 150%. Questo a causa di una “vertiginosa discesa dei prezzi, insieme alla stringente politica anti corruzione voluta dal governo che ha impedito la fuoriuscita dal paese di ingenti capitali non proprio pulitissimi facendo sì che una consistente liquidità rimanesse dentro ai confini nazionali e si riversasse in Borsa” (Mantovani, 2015). Da metà giugno, dopo aver raggiunto il suo picco, il mercato ha iniziato a cedere più del 5% del suo valore al giorno inducendo gli investitori a svendere i propri portafogli a prezzi sempre più bassi. Per avere un'idea della grandezza di questa crisi della borsa cinese basti pensare che sono stati mandati in fumo 2600 miliardi di euro in 3 settimane.

Figura 20: Andamento della borsa cinese dal 2011 al 2018



Fonte: Baroni (2018)

Oggi giorno invece, si sta vivendo una vera e propria guerra commerciale tra Cina e Usa. Dall'inizio del 2018 si sono moltiplicate le barriere tariffarie introdotte dagli Stati Uniti nei confronti delle esportazioni cinesi in Usa. Il 6 maggio 2019 il presidente americano Donald J. Trump tramite il suo profilo Twitter ha scritto: “ The United States has been losing, for many years, 600 to 800 Billion Dollars a year on Trade. With China we lose 500 Billion Dollars. Sorry, we're not going to be doing that anymore!” affermando di non voler smettere la sua campagna favorevole dei dazi per l'importazione dei prodotti cinesi.

Secondo La Stampa (11 agosto 2019) da settembre 2018 ad oggi le tariffe americane sulle esportazioni cinesi si riferiscono a circa 300 miliardi di prodotti, infatti le risposte delle autorità cinesi non sono mancate e nelle prime settimane di agosto 2019 “le imprese cinesi hanno interrotto l'acquisto di prodotti agricoli statunitensi” (Bianchini, 2019) ritenuto un settore principale per la vittoria nelle elezioni 2016 di Trump e ad oggi in difficoltà. Inoltre, in questo periodo, Pechino ha manipolato la propria valuta portando lo yuan ai minimi dal 2008 anche se in realtà per la Cina questa svalutazione risulta un arma a doppio taglio visto che porterà un vantaggio competitivo alla Cina per via dei prezzi minori alla quale gli Stati Uniti potranno importare ma allo stesso tempo rischia di mettere in difficoltà le imprese cinesi indebitate in dollari.

Tuttavia non è ancora chiaro se la guerra commerciale sia stata scatenata dagli Usa per denunciare una violazione di proprietà intellettuale che le industrie cinesi avrebbero compiuto nei confronti di quelle americane o se gli Stati Uniti stiano provando a sopprimere lo sviluppo high-tech cinese evitando l'ascesa della Cina dato l'incapacità statunitense di competere con il progresso tecnologico cinese.

Una cosa che però sembra emergere è che dietro la guerra dei dazi si nasconde con alta probabilità una guerra tecnologica che ad oggi, lascia un grosso punto di domanda sul come e su quali dimensioni si evolverà.

Conclusione

Da questo elaborato si può constatare che nei primi anni della crisi essa ha colpito fortemente la Cina nel settore delle esportazioni dato il forte impatto della crisi negli Stati Uniti ed in Europa che ha fortemente limitato le importazioni dalla Cina, paese che basava la propria economia sul commercio estero. Questa crisi nata negli Stati Uniti ha influenzato notevolmente il Pil cinese che in poco più di un anno ha avuto un calo di circa il 5% rimanendo tuttavia uno dei paesi con maggiore Prodotto Interno Lordo. In base a questo punto di osservazione possiamo quindi considerare che la crisi finanziaria ha impattato l'economia cinese per la maggior parte da un punto di vista indiretto, nell'ambito delle esportazioni e degli Investimenti Diretti Esteri, e solamente in piccola parte da un punto di vista diretto dato che i titoli tossici posseduti dalle banche cinesi erano di quantità irrilevante.

Precedentemente lo scoppio della crisi finanziaria del 2007 l'economia cinese era basata sul commercio estero (a conferma l'enorme surplus commerciale della Cina) ma da quell'anno le autorità hanno dovuto sostenere la domanda interna attraverso grandi lavori e opere pubbliche tramite dei programmi di stimolo che negli anni hanno presentato dei problemi di eccesso di capacità produttiva e di un elevato indebitamento. Oltre ad una politica fiscale espansiva, le autorità cinesi hanno ricorso per pochi anni ad una diminuzione del tasso di interesse per stimolare la produzione e di conseguenza i consumi, e dal 2012 hanno varato alcune nuove misure di politica monetaria.

Tramite questo elaborato si risalta come la Cina ha affrontato la grande recessione e sul come la crisi finanziaria del 2007 abbia avuto effetti e risposte completamente diversi tra i paesi "occidentali" (Stati Uniti ed Europa) e la Cina; infatti, al contrario della Cina, i paesi dell'occidente sono stati colpiti direttamente dalla crisi tramite i mutui subprime e il possesso dei titoli tossici rispondendo attraverso il consistente utilizzo di politiche monetarie espansive, anche non convenzionali.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Amighini, A., (2016). Cina – Supply side: Xiconomics non fa rima con Reaganomics. *Istituto per gli Studi di Politica Internazionale*. Disponibile su: <https://www.ispionline.it/it/pubblicazione/cina-supply-side-xiconomics-non-fa-rima-con-reaganomics-14811> [Data di accesso: 16.07.2019].

Banca Centrale Europea. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>.

Baroni, P., (2018). La Cina apre la sua borsa al mondo. *Pierluigi Baroni*. Disponibile su: <http://www.pierluigibaroni.it/03-18-la-cina-apre-la-sua-borsa-al-mondo/> [Data di accesso: 13.08.2019].

Bianchini, N., (2019). Stop agli import agricoli Usa. La Cina colpisce Trump dove fa più male. *Agi*. Disponibile su: https://www.agi.it/economia/guerra_dazi_cina_usa_import_agricoli-5977576/news/2019-08-07/ [Data di accesso: 11.08.2019].

Caccavello, G., (2018). Cina 1978 – 2018, così da Deng a Xi ha vinto l’abbraccio al capitalismo. *Il Sole 24 Ore*. Disponibile su: <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2018/12/30/rivoluzione-cina-deng-xiaoping-xi-capitalismo/> [Data di accesso: 21.07.2019].

Carmassi, J., Gros, D., e Micossi, S., (2009). The global financial crisis: causes and cures. *Journal of Common Market Studies*, 47(5), 977-996.

Caporale, Guglielmo M., Lodh S., e Nandy, M., (2018). How has the global financial crisis affected syndicated loan terms in emerging markets? Evidence from China. *International Journal of Finance & amp*, 23(4).

CeSif–Fondazione Italia Cina. Disponibile su: <https://www.fondazioneitaliacina.it/m/cesif/>.

Corriere Asia. Disponibile su: <https://www.corriereasia.com/economia-della-cina>.

Corriere della Sera, (2009). Il Pil Usa crolla nel quarto trimestre 2008. Citigroup, firmato accordo con il Tesoro. Disponibile su: https://www.corriere.it/economia/09_febbraio_27/pil_usa_053cdcec-04d4-11de-bb75-00144f02aabc.shtml [Data di accesso: 18.07.2019].

De Santis, C., (2018). FED: obiettivi, strumenti e storia recente. *Business Cycle*. Disponibile su: <https://www.businesscycle.info/2018/05/24/fed-obiettivi-strumenti-e-storia-recente/> [Data di accesso: 17.07.2019].

Egan, Paul G., e Leddin, Anthony J., (2016). Examining monetary policy transmission in the people's republic of China- structural change models with a monetary policy index. *Asian Development Review*, 33(1), 74-110.

Egea, Fructuoso B., e Hierro, Luis A., (2019). Transmission of monetary policy in the United States and Europe in times of expansion and crisis. *Journal of Policy Modeling*, 41(4), 763-783.

Giavazzi, F., Blanchard, Oliver J., e Amighini, A., (2016). Macroeconomia. *Il Mulino*.

Global-rates.com. Disponibile su: <https://it.global-rates.com/>.

Hsu, S., (2013). Financial crises, 1929 to the present. *Edward Elgar Pub*.

Jabbour, E., e Dantas, A., (2017). The political economy of reforms and the present chinese transition. *Brazilian Journal of Political Economy*, 37(4).

Jiang, Y., Li, C., Zhang, J., e Zhou, X., (2019). Financial stability and sustainability under the coordination of monetary policy and macroprudential policy: new evidence from China. *Sustainability*, 11(6).

Kawai, M., e Liu, L., (2015). Trilemma challenges for the people's republic of China. *Asian Development Review*, 32(1), 49-89.

Khan, Muhammad K., Teng, J., e Khan, Muhammad I., (2019). Cointegration between macroeconomic factors and the exchange rate USD/CNY. *Financial Innovation*, 5(5).

La Stampa, (2019). Si infiamma la guerra commerciale Usa-Cina. Disponibile su: <https://www.lastampa.it/esteri/2019/08/06/news/gli-usa-contro-la-cina-manipola-la-valuta-intervenga-l-fmi-1.37304823> [Data di accesso: 11.08.2019].

Lettieri, M., e Raimondi P., (2018). Le amare lezioni del protezionismo. *Notizie geopolitiche*. Disponibile su: <https://www.notiziegeopolitiche.net/le-amare-lezioni-del-protezionismo/> [Data di accesso: 17.07.2019].

Li, J., e Liu, M., (2019). Interest rate liberalization and pass-through of monetary policy rate to bank lending rates in China. *Frontiers of Business Research in China*, 13(8).

Lombardia, G., (2018). La crisi dei debiti sovrani. *Millennials*. Disponibile su: <https://www.millennialsofficial.com/2018/03/26/la-crisi-europea-dei-debiti-sovrani/> [Data di accesso: 19.07.2019].

Lugano, F., (2019). Mercati immobiliari in crisi a livello mondiale. *Scenarieconomici.it*. Disponibile su: <https://scenarieconomici.it/mercati-immobiliari-in-crisi-a-livello-mondiale/> [Data di accesso: 17.07.2019].

Mantovani, R., (2015). La crisi finanziaria cinese in 8 domande e risposte. *Focus*. Disponibile su: <https://www.focus.it/comportamento/economia/la-crisi-economica-bolla-cinese-2015-speculazione-immobiliare-cause-e-conseguenze> [Data di accesso: 24.06.2019].

Massari, F., (2017). Dieci anni fa l'inizio della grande crisi globale. Il primo crac: i mutui subprime negli Usa. *Corriere della Sera*. Disponibile su: https://www.corriere.it/economia/cards/dieci-anni-fa-l-inizio-grande-crisi-globale-primo-crac-mutui-subprime-usa/crisi-fondi-immobiliari-perdite-tutto-mondo_principale.shtml [Data di accesso: 19.07.2019].

Mazurek, J., (2016). The evaluation of recession magnitudes in EU countries during the great recession 2008-2010. *Review of Economic Perspectives*, 16(3), 231-244.

Regalado, E., and Molina, E. (2009). Il ruolo della Cina nella crisi attuale dell'economia mondiale. *Continente Cindiasia*.

National Bureau of Statistics, China. Disponibile su: <http://www.stats.gov.cn/english/>.

Regalado, E., and Molina, E. (2009). Il ruolo della Cina nella crisi attuale dell'economia mondiale. *Continente Cindiasia*.

Ronkainen, A., e Sorsa, V., (2018). Quantitative easing forever? Financialisation and the institutional legitimacy of the federal reserve's unconventional monetary policies. *New Political Economy*, 23(6), 711-727.

Sgroi, M., (2019). Il ritorno degli stimoli fiscali in Cina. *The Walking debt*. Disponibile su: <https://thewalkingdebt.org/2019/01/31/il-ritorno-degli-stimoli-fiscali-in-cina/> [Data di accesso: 10.08.2019].

Siniscalco, D., (2008). Su una lama di coltello. *La Stampa*. Disponibile su: http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/Sini/Siniscalco_Stampa_05_10_08.pdf [Data di accesso: 17.07.2019].

Sorrentino, R., (2018). La Bce chiude il "Quantitative Easing" e apre una nuova fase. *Il Sole 24 Ore*. Disponibile su: <https://www.ilssole24ore.com/art/la-bce-chiude-quantitative-easing-e-apre-nuova-fase--AEQ0x3xG> [Data di accesso: 19.07.2019].

Subramanian, A., (2018). Cina, la sfida alle leggi fondamentali dell'economia non può durare in eterno. *Il Sole 24 Ore*. Disponibile su: <https://www.ilssole24ore.com/art/cina-sfida-leggi-fondamentali-dell-economia-non-puo-durare-eterno-AERFEg5F> [Data di accesso: 24.06.2019].

Sun, O., e Liu, Z., (2016). Comparison of monetary policy actions and central bank communication on tackling asset price bubbles – Evidence from China's stock market. *Plos One*.

To, H., 2019. An annotated history of the USD/CNY exchange rate. *CFA Institute*.

Trading Economics. Disponibile su: <https://tradingeconomics.com/>.

Vaciago, G., Lossani, M., Ambrosanio, F., Gatti, Domenico D., e Verga, G., (2008). La crisi dei mutui subprime. *Osservatorio Monetario*.

Wen, Y., e Wu, J., (2014). Withstanding Great Recession like China. *Federal Reserve Bank of St. Louis*.

Xu, G., (2018). China's financial repression: symptoms, consequences and causes. *Copenhagen Journal of Asian Studies*, 36(1), 28-49.

Xu, G., e Gui, B., (2019). From financial repression to financial crisis? The case of China. *Asian-Pacific Economic Literature*, 33(1).