



# Moneta e Credito

vol. 73 n. 290 ( giugno 2020)

Articolo

## Il ruolo delle imprese a conduzione statale nella lotta della Cina contro il COVID-19

FRANCESCO MACHEDA\*

### Abstract:

L'efficacia mostrata dalla Cina nel risolvere velocemente la crisi sanitaria causata dall'esplosione del COVID-19, e minimizzarne l'impatto economico, affonda le sue radici nelle caratteristiche strutturali del suo modello di sviluppo, in cui le imprese a conduzione statale giocano tutt'oggi un ruolo cruciale. L'idea suggerita è che la forte presenza pubblica all'interno del settore bancario e industriale abbia offerto ai decisori politici cinesi l'opportunità di riattivare rapidamente la filiera produttiva domestica e, potenzialmente, massimizzare l'efficacia degli stimoli fiscali e monetari varati recentemente.

### The role of State-Owned Enterprises in China's fight against the coronavirus disease

China's effectiveness in rapidly solving the health crisis caused by the COVID-19 and in minimizing its economic impact is deeply rooted in the structural features of its development model, in which State-owned enterprises remain crucial. The present article argues that a strong public presence within the banking and the industrial sectors has provided Chinese policymakers with the opportunity to quickly reactivate domestic production and, potentially, to maximise the effectiveness of the recently launched fiscal and monetary stimuli.

Bifröst University, Islanda,  
email: f.macheda@bifrost.is

Per citare l'articolo:  
Macheda F.: (2020), "Il ruolo delle imprese a conduzione statale nella lotta della Cina contro il COVID-19", *Moneta e Credito*, 73 (290): 111-139.

DOI: [https://doi.org/10.13133/2037-3651\\_73.290\\_1](https://doi.org/10.13133/2037-3651_73.290_1)

JEL codes:  
P26, P31, E65

Keywords:  
China, COVID economic impact, State-owned enterprises

Homepage della rivista:  
<http://www.monetaecredito.info>

Questo articolo tenterà di mostrare come l'estensione del settore pubblico dell'economia cinese abbia offerto ai decisori politici del paese l'opportunità di limitare l'impatto economico causato dal COVID-19. Per comprendere il contributo fornito dal settore statale per contrastare quella che appare essere la crisi più grave dal 1929 (FMI, 2020, p. v), è necessario in primo luogo esaminare l'evoluzione degli eventi succedutisi nell'arco temporale che intercorre tra la metà di gennaio e la fine di maggio 2020. Questo periodo coincide con l'esplosione dell'epidemia da COVID-19 in Cina, il controllo sulla sua diffusione e la reazione contro i suoi effetti. Per comodità di esposizione, questo intervallo sarà suddiviso in tre fasi. Anche se esse risultano almeno in parte sovrapposte, tale periodizzazione aiuterà a contestualizzare l'ipotesi di lavoro. L'idea suggerita è che la centralità occupata dalle imprese a conduzione statale

\* Si ringraziano Roberto Nadalini, Leonardo Bargigli ed Enrico Calzolari per i loro suggerimenti. Ogni eventuale errore rimane responsabilità dell'autore.



(*State-owned enterprises, SOEs*) all'interno dell'economia cinese abbia dotato il governo del paese delle risorse necessarie a ridurre sensibilmente i tempi di risoluzione della crisi sanitaria (I fase), riattivare prontamente la filiera produttiva domestica (II fase), e massimizzare l'efficacia degli stimoli fiscali e monetari tendenti a stabilizzare l'output (III fase).

Nella prima fase (fine gennaio-metà febbraio 2020), la chiusura totale o parziale degli impianti ha ostacolato i flussi e l'utilizzazione dei fattori su cui si sorregge l'attività produttiva – quali lavoro, capitale, e tecnologia. Ciò ha colpito duramente il settore chiave dell'economia cinese, vale a dire quello manifatturiero. All'interno di esso, i comparti più penalizzati sono stati quelli ad alta tecnologia – come l'industria automobilistica e informatico-elettronica, laddove i profitti hanno subito un crollo rispettivamente del 79,6 e dell'87% nel primo trimestre dell'anno (NBS, 2020a; 2020b). La causa di tale drammatico declino risiede nell'elevato grado di divisione sociale del lavoro dei loro processi produttivi, cosicché l'interruzione della produzione nelle aree più colpite dall'epidemia si è tradotta in una strozzatura dell'offerta di componenti e semilavorati – conducendo ad una sensibile riduzione dei volumi prodotti. Lo shock negativo sul lato dell'offerta si è traslato in una caduta della domanda aggregata.<sup>1</sup> Da una parte, la caduta dei redditi da capitale, unita al clima di generale incertezza, ha frenato gli investimenti (NBS, 2020a). Dall'altra, le limitazioni agli spostamenti delle famiglie e il basso utilizzo degli impianti, che ha comportato una perdita generalizzata di ore lavorate (Xu et al., 2020), hanno ridotto la domanda di beni di consumo. Questa spirale discendente è sfociata in un aumento della disoccupazione (dal 5,3 al 6,2% tra febbraio 2019 e febbraio 2020) e un declino dell'output pari al -6,8%, la caduta più grave dal 1962 all'indomani dell'esperienza fallimentare del 'grande balzo in avanti'.

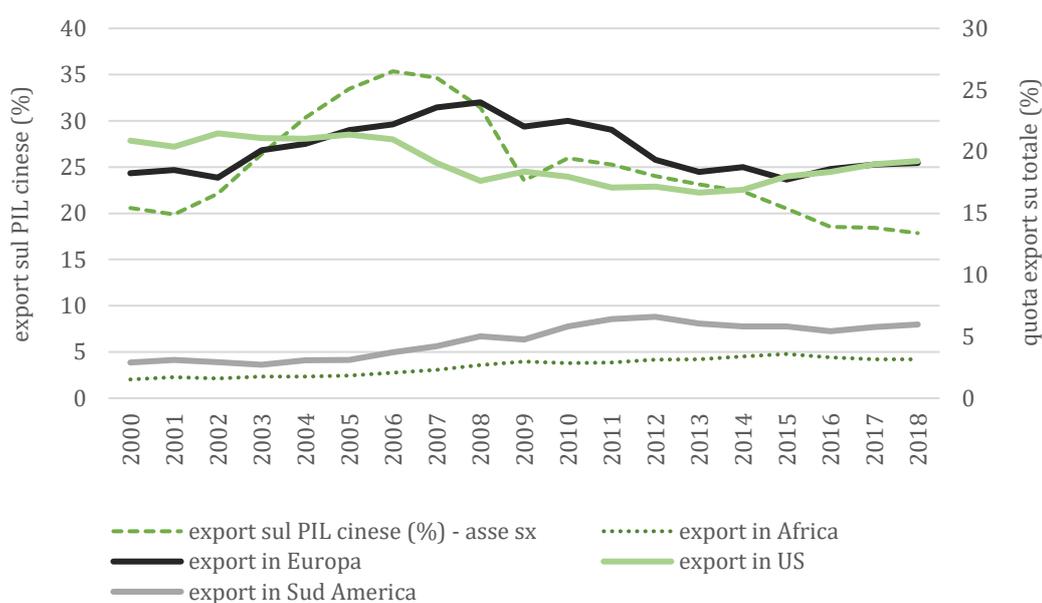
Una volta risolta la crisi sanitaria, la seconda fase (metà febbraio-fine marzo 2020) coincide con la risposta economica dei decisori politici cinesi volta a ristabilire velocemente la piena capacità produttiva. Le politiche moderatamente espansive adottate dalle autorità cinesi in questo frangente sono orientate al risanamento della condizione finanziaria delle micro, piccole e medie imprese (PMI) manifatturiere colpite dall'epidemia. Dato il loro alto grado di coinvolgimento a monte della filiera produttiva, l'assorbimento delle perdite accumulate da queste imprese durante la prima fase di 'lockdown' e l'incanalamento di liquidità verso il sistema produttivo hanno contribuito a rinsaldare rapidamente la catena del valore a livello nazionale. In questa fase, la limitatezza degli interventi espansivi pare indicare che i policy-maker cinesi confidassero in un rapido aggiustamento della domanda aggregata alle nuove condizioni di offerta. Ciò sembra essere confermato dalla parole del Primo Ministro cinese Li Keqiang il quale, ancora a metà marzo 2020, dichiarava che la ripresa economica dipendesse dal 'ritorno al normale funzionamento del mercato' (Consiglio di Stato, 2020a).

---

<sup>1</sup> Stabilire se la caduta del reddito sia imputabile a fattori legati all'offerta o alla domanda aggregata esula dalle intenzioni di questo scritto. Nondimeno, l'osservazione della dinamica dei prezzi può fornire qualche indicazione: teoricamente, un suo aumento denota che la contrazione dell'offerta eccede quella della domanda. In caso contrario, la dinamica prezzi è attenuata. In Cina, la stabilità dell'indice dei prezzi al consumo nel mese di febbraio 2020 è ascrivibile in massima parte al crollo dei prezzi dei trasporti, delle attività ricreative e in generale dei beni e servizi non essenziali – il cui consumo è stato 'strutturalmente' inibito dalle misure di isolamento sociale o dalla chiusura dei rivenditori. Le tendenze deflattive in queste categorie merceologiche hanno più che compensato il sensibile incremento dei prezzi dei beni di prima necessità, il cui consumo in Cina risulta più agevole grazie allo sviluppato sistema di *e-commerce* e *home delivery*. Nel primo trimestre 2020 le vendite totali dei beni di consumo sono scese del 19%, mentre le vendite online dei beni 'materiali' hanno evidenziato una crescita su base annua del 5,9% (ANBOUND, 2020). Ciò suggerisce che la caduta dell'output nella prima fase della crisi sia stata guidata da uno shock negativo dell'offerta aggregata.

La terza fase (avviata a fine marzo e tuttora in corso) rappresenta un punto di svolta riguardo l'approccio adottato dal governo cinese. La diffusione del COVID-19 a livello globale, infatti, ha reso evidente come i meccanismi di mercato non sarebbero stati sufficienti a ripristinare i livelli di reddito del periodo precedente. Ciò è dovuto primariamente all'alto grado di apertura commerciale della Cina. Sebbene il peso delle esportazioni sull'economia sia in costante calo dal 2006, esso rappresenta ancora il 17,4% del PIL (figura 1).

Figura 1 – Esportazioni sul PIL della Cina e loro destinazione sul totale (%)



Fonte: National Bureau of Statistics of China (NBS), <http://data.stats.gov.cn/english/>

L'alta elasticità della domanda di beni di consumo e d'investimento prodotti in Cina rispetto al reddito, implica che il raffreddamento delle economie avanzate avrà un impatto alquanto negativo sul settore delle esportazioni del paese.<sup>2</sup> Invero, la caduta dei redditi in Europa e negli Stati Uniti ha già iniziato a mostrare i primi effetti se è vero che, nonostante la manifattura cinese fosse avviata al pieno recupero della sua capacità produttiva sin dalla metà di marzo 2020, le esportazioni hanno proseguito la loro discesa anche nel mese successivo, con punte del -15,9% in Italia, -11,8% in Francia, -7,5% in Germania, e -9,8 in Giappone.<sup>3</sup> Data la rilevanza dell'export sull'economia domestica, un suo protratto rallentamento in assenza di una riallocazione di risorse verso altri settori potrebbe tramutare il carattere di breve termine della pandemia in una recessione di lunga durata. È in questo contesto che gli interventi fiscali e monetari sono stati ricalibrati in maniera decisa sul versante della domanda interna.

<sup>2</sup> La diffusione dell'epidemia negli USA, Italia, Francia, Italia e Gran Bretagna potrebbe anche pregiudicare la capacità produttiva della manifattura cinese, poiché questi paesi sono i maggiori fornitori di prodotti ad alta tecnologia, componentistica e motori, turbine, prodotti agricoli e materie prime industriali.

<sup>3</sup> I dati sull'export provengono dall'Amministrazione generale delle dogane della Repubblica Popolare Cinese.

La tesi sostenuta in questo articolo è che la posizione cruciale occupata dalle imprese pubbliche in Cina ha sostenuto la capacità dei decisori politici del paese di fronteggiare efficacemente le ripercussioni proprie di ciascuna delle tre fasi sopra delineate. Nella fase iniziale, la rilevanza di un settore dell'economia al riparo dalle forze competitive ha limitato il condizionamento esercitato dagli operatori di mercato sulla sfera governativa, dotando quest'ultima della capacità istituzionale di implementare stringenti misure di *lockdown*. Al contempo, la 'strutturale sovracapacità produttiva' ha consentito alle imprese pubbliche di fornire beni e servizi durante il contesto emergenziale. Nel complesso, ciò ha ridotto i tempi di risoluzione della crisi sanitaria, decelerando la caduta di reddito ed evitando pericolose spirali inflattive. Nella seconda fase, il rapporto diretto tra la banca centrale e gli istituti di credito statali che dominano il sistema finanziario cinese ha supportato l'efficienza dei meccanismi di trasmissione monetaria, convogliando verso le PMI le risorse necessarie a salvaguardare il funzionamento della filiera industriale cinese. Nella terza fase, il controllo governativo sulle imprese a conduzione statale potrebbe consentire agli stimoli monetari e fiscali varati recentemente non solo di traslarsi in un veloce aumento della domanda aggregata sul breve termine, ma anche in una accelerazione del potenziale di crescita dell'output sul lungo periodo.

### 1. La 'centralità strutturale' delle SOE all'interno dell'economia cinese

Nel corso degli ultimi decenni, le politiche di apertura inaugurate da Deng Xiaoping hanno offerto alle imprese private l'opportunità di penetrare nuovi settori dell'economia cinese. I bassi salari garantiti da un'ampia riserva di manodopera hanno conferito loro la possibilità di ottenere elevati margini di profitto, che a loro volta hanno sospinto un massiccio processo di investimento – sfociato in una crescita economica senza eguali a livello globale (Barnett e Brooks, 2006; Aziz e Dunaway, 2007; Gong e Lin, 2008; Ding et al., 2019, p. 499).<sup>4</sup>

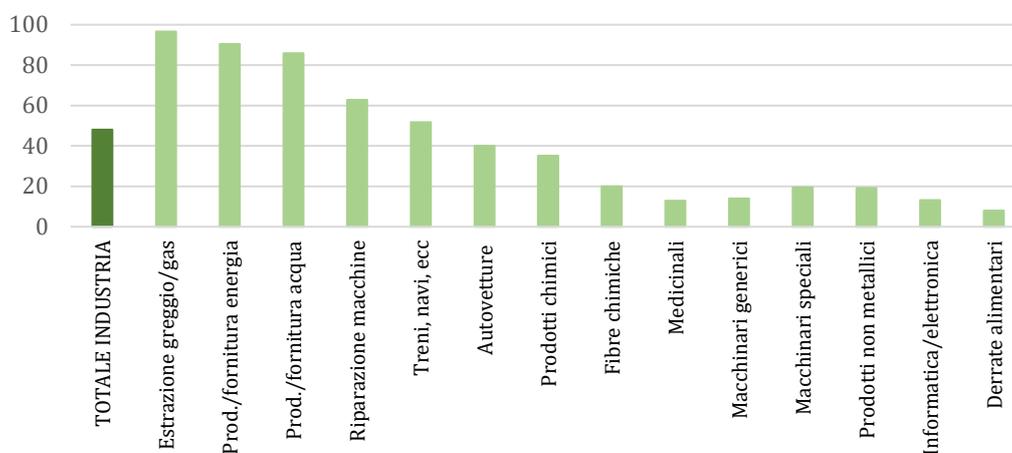
Nonostante la crescente rilevanza, un limitato numero di imprese private opera nelle industrie ad alta intensità di capitale, quest'ultima dominata dalle SOE, le quali "continuano a giocare un ruolo fondamentale nello sviluppo industriale cinese" (Yu, 2014, p. 165<sup>5</sup>). Ancora nel 2017, le imprese pubbliche detenevano il 48,1% dello stock di capitale impiegato nell'industria (figura 2), settore che costituisce il 40% del PIL. La posizione delle imprese di proprietà statale risulta dominante nei settori strategici, come quello estrattivo ed energetico, mentre il loro coinvolgimento nelle produzioni ad alto valore aggiunto, quali automobili e altri mezzi di trasporto, risulta sensibile, dal momento che posseggono il 40,1% e 51,8% del capital stock dei rispettivi settori. Anche nell'industria chimica, in quella produttrice di macchinari e prodotti informatici, e perfino nel settore alimentare la presenza dello Stato non appare trascurabile. Per quanto significativo, il peso specifico delle imprese pubbliche rispetto alle imprese private può non essere colto appieno da questi dati, se è vero che, ancora nel 2011, le SOE detenevano il 90% degli asset (e registravano l'85% dei ricavi) in mano alle 500 maggiori imprese operanti all'interno dei confini nazionali (Lu, 2012).

---

<sup>4</sup> Tra il 1979 e il 2017, la quota di investimenti sul PIL in Cina è stata 15 punti sopra la media mondiale.

<sup>5</sup> Mia traduzione, come tutte le altre citazioni da riferimenti bibliografici non in italiano.

Figura 2 – Quota di capital stock detenuta dalle imprese statali nell'industria in Cina (%)

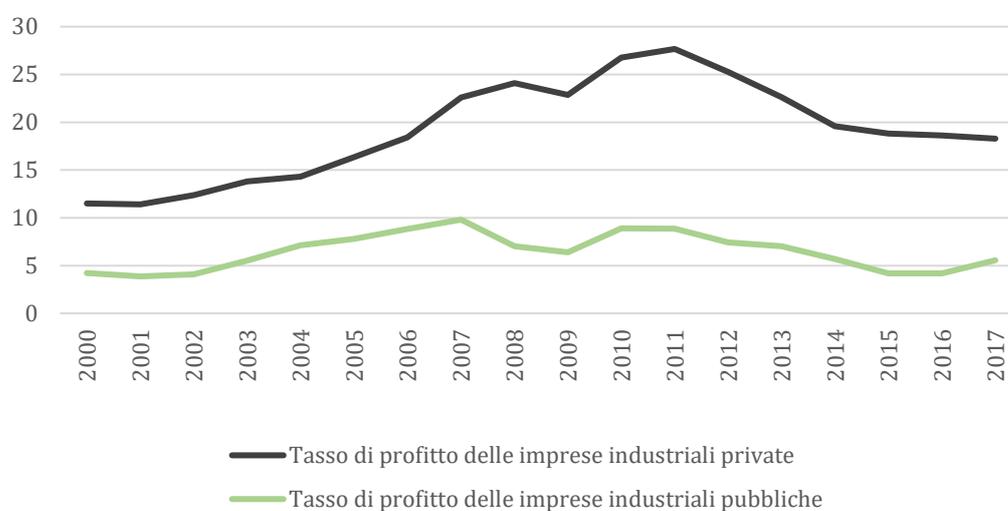


Fonte: National Bureau of Statistics of China (NBS), <http://data.stats.gov.cn/english/>

Il rilievo economico delle imprese statali è connesso alla strategia di sviluppo tipica dei paesi socialisti e ancora oggi perseguita dal governo cinese, centrata sul mantenimento della piena occupazione e il contemporaneo sostegno alle industrie siderurgiche, metallurgiche, e meccaniche. Il perseguimento di questo duplice obiettivo, tuttavia, risulta essere incoerente ai vantaggi comparati dell'economia cinese, cosicché l'alta intensità di capitale che caratterizza l'industria pesante la rende incapace di assorbire l'eccesso di manodopera. Per questa ragione, il surplus di forza-lavoro è occupato dalle imprese di Stato (Dong e Putterman, 2003; Xu et al., 2005; Röller e Zhang, 2005). In tal senso, la ridondanza di lavoro impiegato dalle SOE serve obiettivi di ordine politico – primo fra tutti il mantenimento della stabilità sociale (Lin et al., 1998; Lin e Tan, 1999; Perotti et al., 1999; Lin e Li, 2008, pp. 92-93; Johansson et al., 2017).

L'imposizione di tale onere spinge le SOE a incrementare l'output oltre l'ottimo competitivo, generando diseconomie di scala che a loro volta si traducono in perdite di efficienza (Xu et al., 2005). Nel caso in cui la sovracapacità produttiva sia seguita da un aumento della produzione, è probabile che l'effetto sia un incremento delle esportazioni a basso prezzo o una riduzione dei ricavi marginali. In ambo i casi, ne risulta una caduta della redditività. I dati riferiti alla profittabilità delle imprese industriali del comparto pubblico e privato paiono confermare tale ipotesi: dal 2000 al 2017, la profittabilità delle prime è stata quasi tre volte inferiore rispetto alle seconde (6,4% contro il 19,2%), rispecchiando la divergenza di produttività tra i due settori (Du et al., 2014; Yu, 2014, p. 176).

Figura 3 – Tassi di profitto delle imprese private e pubbliche nel settore industriale in Cina



Fonte: National Bureau of Statistics of China (NBS), <http://data.stats.gov.cn/english/>

La minore disponibilità di flussi di cassa operativi derivante dagli esigui rendimenti del capitale – se non addirittura dalle costanti perdite registrate<sup>6</sup> – non ha costituito un limite alla sovra-espansione della capacità produttiva delle SOE. Ciò è dovuto al loro rapporto privilegiato con il sistema finanziario il quale continua ad essere controllato dal governo. Le maggiori banche commerciali del paese sono regolate congiuntamente dalla banca centrale (Banca Popolare Cinese, PBC) e dalla Commissione di regolamentazione bancaria e assicurativa cinese (China Banking and Insurance Regulatory Commission, CBIRC). Queste istituzioni, a loro volta, dipendono dal Consiglio di Stato, ossia il potere esecutivo. A differenza dei sistemi 'bancocentrici' presenti nei paesi a capitalismo avanzato come Germania e Giappone, la peculiarità cinese risiede nella struttura proprietaria degli istituti di credito del paese.

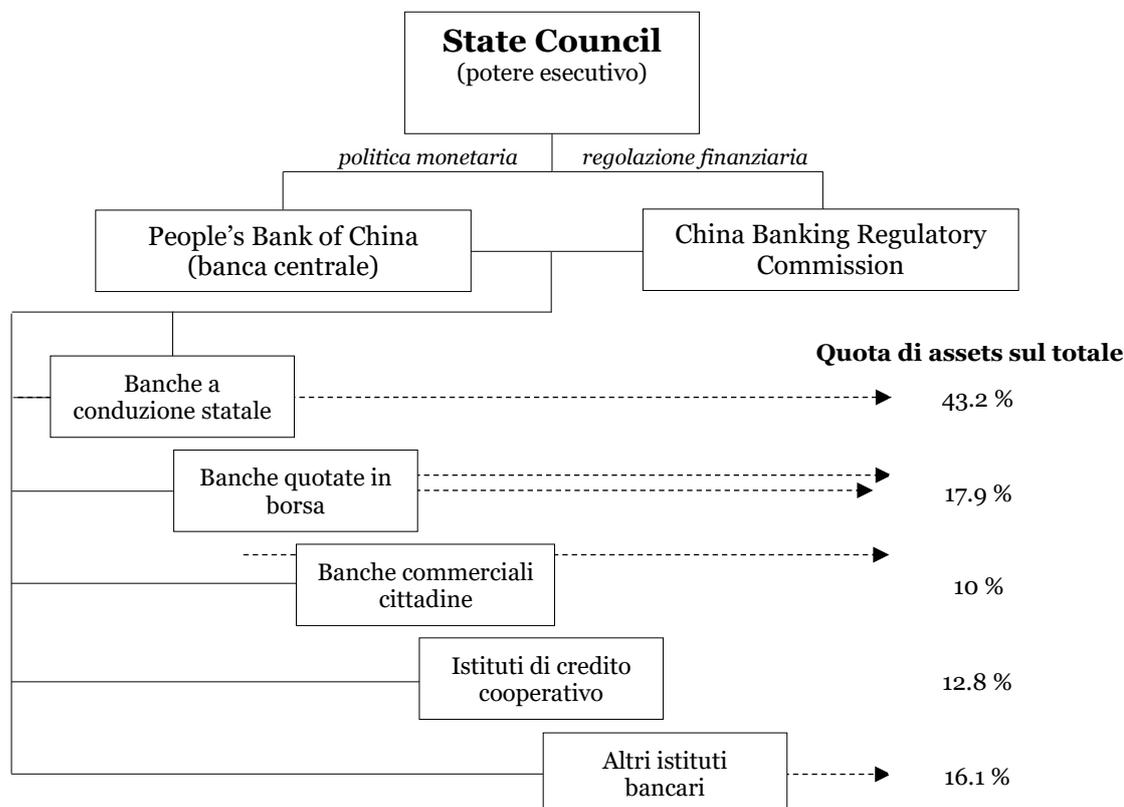
Nonostante le barriere d'entrata nell'industria finanziaria siano state attenuate sin dai primi anni '90, lo Stato cinese mantiene un controllo capillare sul settore creditizio (figura 4). Le maggiori quattro banche pubbliche del paese (le cosiddette 'Big Four') rispondono al governo, e nel loro insieme detengono il 43,2% degli asset bancari (dati del 2014). Accanto ad esse, vi sono dodici banche commerciali quotate in borsa, e una pluralità di banche commerciali e istituti di credito cooperativo che posseggono rispettivamente il 17,9%, il 10% e il 12,8% degli asset. Per quanto concerne il primo gruppo, tranne che in due di esse, lo Stato (attraverso i governi locali e le Big Four) rappresenta l'azionista di maggioranza. Gli istituti creditizi appartenenti al secondo e il terzo gruppo sono anch'essi nella maggior parte dei casi controllati dal settore pubblico, in quanto i governi locali posseggono le quote maggioritarie del capitale sociale (Lardy, 2004, p. 99). Un'ultima categoria di istituti bancari detiene il 16,1% degli asset. All'interno di essa, vi sono i due giganti pubblici China Development Bank e Postal Savings Bank of China, che assieme possiedono il 9,7% degli asset sul totale (dati del 2014).

Da quanto sopra, emerge che lo Stato ha la piena proprietà del 52,9% delle attività. Al contempo si può avanzare l'ipotesi che lo Stato possieda almeno la metà delle attività

<sup>6</sup> Ancora nel 2012, una SOE su quattro operava in perdita (Yu, 2014, p. 177).

rimanenti. Ciò equivale a dire che il governo controlla, direttamente o indirettamente, oltre il 75% degli asset bancari della Cina.<sup>7</sup>

Figura 4 – *Struttura del sistema bancario cinese*



Fonte: elaborazione su dati della China Banking and Regulatory Commission.

La posizione di fatto monopolistica consente al governo di imporre un alto grado di 'repressione' all'interno del settore finanziario. Attraverso il controllo diretto e indiretto sul sistema bancario, il governo cinese può fissare tassi d'interesse estremamente contenuti sui depositi e sui prestiti (Riedel et al., 2007). Ciò ha due conseguenze: da un lato, in un contesto di stringente controllo sui movimenti di capitale, il mantenimento di tassi d'interesse nominali sui depositi a livelli non di rado differenti dal tasso d'inflazione fornisce al settore bancario la possibilità di raccogliere un'ingente quantità di risorse a condizioni particolarmente svantaggiose per i risparmiatori (Zhang e Tan, 2015, p. 115). Ciò, d'altro lato, permette al sistema bancario di offrire prestiti al settore delle imprese a condizioni estremamente favorevoli. Le decisioni relative all'allocazione creditizia, tuttavia, non avvengono in base a

<sup>7</sup> I dati riferiti alla composizione delle attività degli istituti bancari in Cina sono ottenuti dal sito della Commissione di regolamentazione bancaria e assicurativa cinese (si veda: <https://www.cbirc.gov.cn/en/view/pages/ItemDetail.html?docId=51802&itemId=983>).

criteri legati alle performance delle unità produttive. Piuttosto, esse rispondono a considerazioni di tipo strategico, che tendono a supportare lo sviluppo dell'industria pesante dominata dalle SOE, indipendentemente dalla loro profittabilità (Tan et al., 2016, p. 11).

All'interno di questa struttura istituzionale, le banche pubbliche fungono da cinghia di trasmissione tra gli obiettivi sociopolitici del governo e l'espansione produttiva delle SOE attraverso la garanzia di favorevoli condizioni di accesso al credito, se non addirittura l'assorbimento delle perdite (Lindbeck, 2007, p. 5; Firth et al., 2008; Lin e Li, 2008, p. 95).<sup>8</sup> L'accumulazione di crediti deteriorati causata dalla scarsa redditività dei progetti d'investimento delle SOE è inoltre spesso risolta dall'intervento diretto del governo, il quale ha sistematicamente garantito il salvataggio delle banche pubbliche coinvolte. Il "*soft budget constraint*" (Kornai, 1986) di cui godono permette dunque alle imprese pubbliche di assolvere al loro 'obbligo politico' attraverso una costante tendenza al sovrainvestimento (Dollar e Wei, 2007; Liu e Siu, 2012; Shen et al., 2016; He e Kyaw, 2018; Ding et al., 2019, p. 504).

## 2. Le risorse fornite dalle SOE alla lotta contro l'epidemia del COVID-19

In quanto segue, saranno elaborate le ipotesi relative le risorse fornite dalle SOE ai decisori politici cinesi, permettendo loro di arginare l'entità dell'impatto iniziale causato dall'eruzione del COVID-19 (I fase), riattivare la filiera produttiva domestica (II fase), e massimizzare l'efficacia delle manovre espansive a sostegno della domanda aggregata (III fase).

### 2.1. Il peso politico-economico delle SOE e la resilienza dell'economia cinese (I fase)

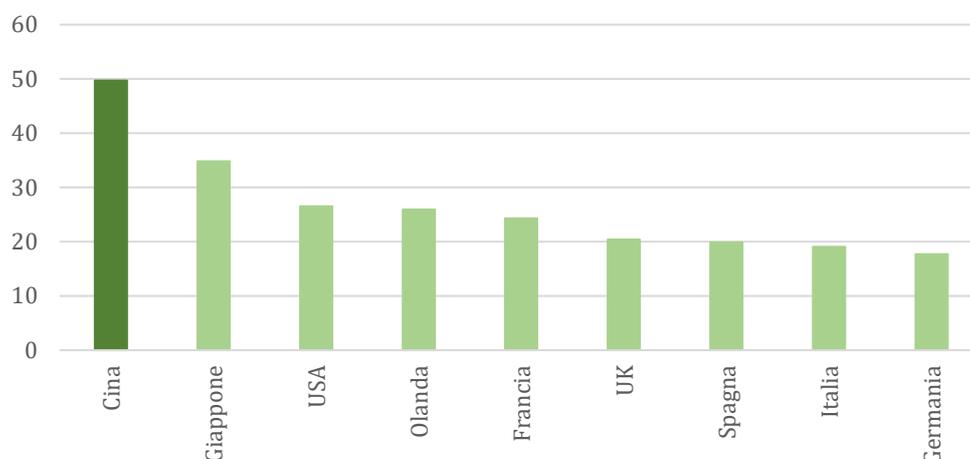
L'allocazione di risorse guidata da forze esterne al mercato ha contribuito a modellare una struttura industriale che tende a privilegiare finalità legate al mantenimento di alti livelli occupazionali. Ciò ha garantito, anche durante l'epoca di apertura del mercato cinese, la sopravvivenza e talvolta l'espansione delle SOE, sebbene queste ultime solo raramente perseguano obiettivi volti alla massimizzazione dei profitti. La centralità economica del settore pubblico rappresenta una specificità del modello cinese: ad esclusione del Giappone e degli Stati Uniti, dove però la presenza pubblica è largamente sovrastimata a causa della grandezza del suo apparato militare,<sup>9</sup> nei paesi europei più avanzati la quota 'pubblica' sul totale dello stock di capitale risulta essere dalle due alle tre volte inferiore rispetto la Cina.

---

<sup>8</sup> Lo sviluppo del mercato dei capitali in Cina non ha eroso la capacità del governo di imporre alle SOE l'adempimento dei loro 'doveri', in quanto le loro richieste di offerta pubblica iniziale sono vagliate dal potere politico, la cui approvazione è vincolata al perseguimento di strategie di crescita centrate sulla piena occupazione piuttosto che sulla massimizzazione dei profitti (Li e Zhou, 2015; Johansson et al., 2017).

<sup>9</sup> Al netto di quello posseduto dal Ministero della Difesa, la quota pubblica di capital stock negli US è del 20,5% nel 2016. Si vedano le tabelle NIPA 1.5 e 7.5 pubblicate dal Bureau of Economic Analysis.

Figura 5 – Quota di stock di capitale di proprietà statale in Cina e alcuni paesi OECD (2016)



Fonte: FMI (2017 e 2019).

L'ipotesi suggerita è che il maggior peso occupato negli assetti proprietari dell'industria domestica fornisca ai decisori politici cinesi la capacità di resistere alle pressioni esercitate dai gruppi d'interesse, dotando loro di una certa indipendenza rispetto alle esigenze di massimizzazione di profitto proveniente dal sistema delle imprese. Detto altrimenti, la rilevanza della sfera pubblica all'interno dell'economia segnala un diverso peso dell'influenza delle organizzazioni imprenditoriali sulla sfera politica cinese, rispetto a quanto avviene nel mondo capitalisticamente avanzato. Ciò può risultare ancora più rilevante se si osservano i rapporti proprietari nella ragione dello Hubei, laddove la quota detenuta dal settore pubblico sull'industria raggiunge il 57,1%. Ciò potrebbe aiutare a spiegare la relativa facilità con cui il governo cinese ha implementato misure volte al blocco delle attività produttive nell'area epicentro dell'epidemia una volta avuta la certezza della letalità della COVID-19.

Un secondo elemento che può aver contribuito a minimizzare l'impatto del coronavirus sull'economia cinese risiede nell'eccesso strutturale di capacità produttiva dell'industria nazionale, generata dalla tendenza al sovrainvestimento delle SOE. Sebbene ne freni l'efficienza e la profittabilità (Camera di Commercio Europea in Cina, 2016), la preservazione di capacità in eccesso può risultare di vitale importanza all'interno delle economie moderne che dipendono da sistemi complessi. Ciò perché i sistemi produttivi e le filiere di approvvigionamento sono vulnerabili ad un vasto spettro di eventi non intenzionali e inaspettati come errori umani o incidenti ambientali. In altri termini, la minimizzazione della sovracapacità garantisce un incremento dell'efficienza sul lungo periodo qualora le condizioni produttive e di domanda siano relativamente stabili. Tuttavia, i sistemi economici non operano all'interno di condizioni di laboratorio 'controllate', bensì all'interno di ambienti naturali la cui incertezza preclude l'esatta conoscenza della domanda futura. Per questa ragione, "l'efficienza sul lungo periodo richiede un certo grado di sovracapacità" (Perelman, 2003, p. 140) in grado di fronteggiare eventi imprevedibili che potrebbero causare gravi ripercussioni. Logicamente, lo scoppio di una epidemia rientra in questo novero di eventualità. In tali circostanze, l'eccesso di capacità produttiva favorisce l'abilità dei sistemi produttivi di mantenere una certa stabilità

nell'approvvigionamento di beni e servizi (Fraccascia et al., 2018), conferendo tanto alle singole imprese, quanto alle catene produttive, la possibilità di reagire prontamente alle perturbazioni esterne, assorbendo lo shock esterno e mantenendo le proprie funzioni.

Due implicazioni seguono: la prima è che l'eccesso di capacità rende le SOE in grado di fronteggiare eventi impreveduti, permettendo loro di incrementare l'offerta dei beni la cui domanda è improvvisamente cresciuta. La seconda è che, quanto maggiore è il peso delle imprese pubbliche all'interno dell'economia, tanto superiore sarà il suo grado di resilienza.

## 2.2. Il sistema bancario cinese e il sostegno alla catena del valore (II fase)

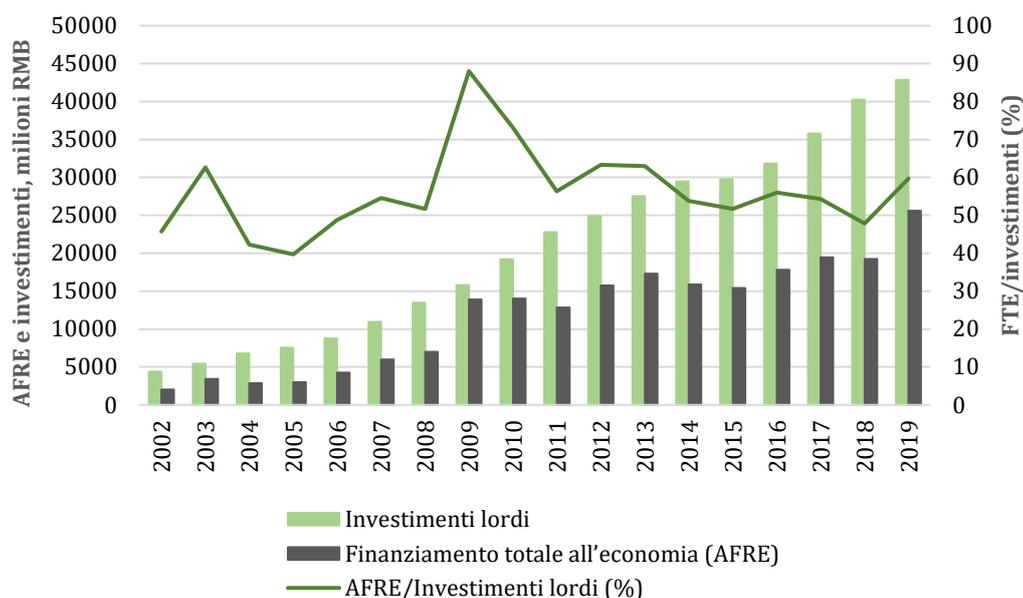
Anche in seguito alle riforme di mercato, il sistema bancario cinese ha teso a favorire l'espansione delle SOE nei settori ad alta intensità di capitale, "mentre molte piccole e medie imprese sono state create in industrie ad alta intensità di lavoro" (Tan et al., 2016, p. 2), dando luogo a ciò che alcuni autori hanno definito una vera e propria "divisione sociale dell'industria" (Zhao, 2009, p. 37). La relativa penalizzazione da un punto di vista dell'allocazione creditizia non deve essere intesa come un suo disinteresse verso le imprese private, specie le piccole e medie imprese. Queste ultime incontrano ancora oggi serie difficoltà "ad ottenere credito dalle banche, perché il sistema bancario cinese è dominato dalle grandi banche detenute dallo Stato" (ivi, p. 44). Ciononostante, queste imprese occupano una posizione nevralgica nella subfornitura di lavorati e semilavorati di origine tessile e chimica, materiali ferrosi, cablaggi elettrici e nella vendita al dettaglio. Il profondo coinvolgimento nella catena del valore nazionale (e internazionale) e la loro specializzazione *labor-intensive* rendono le PMI non solo parte vitale del settore manifatturiero, ma anche un importante strumento di assorbimento della manodopera.

Queste imprese sono tra le più colpite dagli shock esogeni a causa della scarsa disponibilità di liquidità. La specializzazione in lavorazioni a basso valore-aggiunto e l'alto grado di concorrenzialità che caratterizza la catena della subfornitura ostacola infatti l'accumulazione di profitti, cosicché il rallentamento delle operazioni si traduce in un'erosione del loro stato patrimoniale. Dato l'alto grado di coinvolgimento di queste imprese a monte della filiera produttiva, il risanamento della loro condizione finanziaria rappresenta una condizione imprescindibile per il mantenimento della posizione raggiunta dalla Cina nel settore manifatturiero su scala globale. È possibile pensare che, data la sua rilevanza all'interno del sistema finanziario cinese, il sistema bancario guidato dallo Stato possieda la capacità di dirottare il risparmio prontamente verso l'economia reale, stabilizzando i flussi di cassa delle PMI, e scongiurando così una catena di fallimenti che spezzerebbero la filiera del valore a livello nazionale (e internazionale).

L'osservazione dei flussi finanziari verso l'economia reale nell'arco dell'ultimo ventennio può fornire qualche elemento utile a corroborare tale ipotesi. Una misura aggregata della liquidità fornita dal sistema finanziario al settore privato dell'economia reale in un dato lasso temporale è fornita da un indice specifico del sistema statistico cinese, denominato 'aggregate financing to the real economy' (AFRE) - di cui si propone la traduzione con 'finanziamento totale all'economia reale'. Il sistema finanziario comprende gli istituti bancari, compagnie assicurative, società di intermediazione mobiliare, ecc. Nel computo dell'AFRE rientrano prestiti bancari, prestiti in valuta estera e obbligazionari, e capitale azionario che fluiscono verso il settore reale dell'economia attraverso il settore finanziario (Elliott e Yan, 2013, p. 9).

La sua relazione con l'investimento lordo può approssimare il contributo fornito dal sistema finanziario nel supportare l'accumulazione di capitale. La figura 6 mostra come tale contributo sia rimasto mediamente tra il 50 e il 60% nel corso dell'ultimo ventennio. Nondimeno, il massiccio flusso di liquidità verificatosi all'indomani della crisi del 2009, che è arrivato a sfiorare il 90%, indica una marcata efficacia del sistema finanziario nel dirottare risorse verso il sistema delle imprese private.

Figura 6 – Il contributo del sistema finanziario all'economia reale



Fonte: National Bureau of Statistics of China (NBS), <http://data.stats.gov.cn/english/>

In effetti, il pacchetto di stimoli adottato dal governo nell'autunno del 2008 è stato trasmesso principalmente attraverso le banche commerciali, le quali “sono state incoraggiate a prestare risorse per stimolare l'investimento” (Borst e Lardy, 2015, p. 5). Si può dunque supporre che, così come avvenuto nel 2009, il carattere pubblico del sistema bancario cinese possa contribuire a indirizzare le risorse necessarie a salvaguardare l'esistenza delle PMI duramente colpite dall'irruzione dell'epidemia.

### 2.3. Le SOE industriali e la trasmissione della politica monetaria in Cina (III fase)

Il rapporto che intreccia la triade ‘sistema politico–sistema bancario–SOE industriali’ muta sostanzialmente il canale di trasmissione della politica monetaria, rendendola in grado di ‘pushing on a string’ – la metafora utilizzata da Keynes per indicare come, mentre una manovra

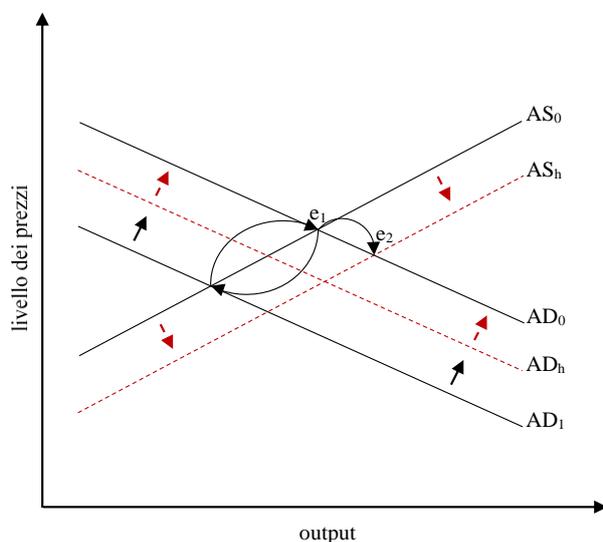
restrittiva possa condurre l'economia verso la recessione, una manovra espansiva, al contrario, può non essere in grado di proiettare il sistema economico in direzione di un'espansione. Ciò avviene perché, sebbene l'obiettivo primario dell'espansione monetaria sia quello di incoraggiare le imprese ad accrescere i loro investimenti, in un contesto recessivo e di marcata incertezza gli istituti finanziari sovente diminuiscono l'offerta di credito verso le imprese, specie quelle meno solide da un punto di vista patrimoniale. D'altro lato, le stesse imprese sono spesso riluttanti a impegnare risorse allo scopo di immobilizzarle a lungo termine, anche in presenza di condizioni creditizie favorevoli. Per queste ragioni, la politica monetaria espansiva può non essere sufficiente a condurre l'economia fuori dalla depressione.

L'esistenza delle imprese pubbliche può contribuire a risolvere questo dilemma, almeno sul breve periodo. Da una parte, in virtù delle garanzie apposte dal governo, il sistema bancario può allocare con maggiore facilità liquidità verso le imprese pubbliche, considerate meno rischiose sotto il profilo patrimoniale. D'altra parte, le autorità centrali e locali possono interferire nelle operazioni delle SOE, utilizzandole come veicoli per supportare le politiche espansive mediante l'accrescimento di prestiti con cui finanziare progetti d'investimento necessari a riassorbire la manodopera espulsa dal mercato del lavoro, come tipicamente avviene all'indomani di una crisi. Per queste ragioni, l'allentamento delle condizioni creditizie in un contesto di stagnazione può andare di pari passo con una crescita del livello d'indebitamento delle imprese pubbliche rispetto a quelle private. Ciò, a sua volta, può tradursi in un tasso d'investimento più sostenuto delle prime rispetto le seconde (Chen et al., 2019).

Ne segue che quanto maggiore è il peso del comparto pubblico sull'economia, tanto più efficace sarà la capacità di una manovra espansiva di *pushing on a string*, ossia di tradursi in una accelerazione dell'investimento, dell'occupazione e del PIL. Poiché il settore pubblico, come si è visto sopra, occupa una parte sostanziale dell'industria cinese, si può anche supporre che le manovre espansive potrebbero risultare più efficaci in Cina rispetto ad economie dove la proprietà statale occupa un posto meno preminente. Non da ultimo, poiché la crescita cumulata dell'output manifatturiero contribuisce a innalzare le capacità produttive della forza-lavoro, da cui dipende il tasso di crescita della produttività (Kaldor, 1978), si può infine ipotizzare che il sostegno all'investimento per fronteggiare la caduta della domanda dovuta alla diffusione del COVID-19 su scala internazionale possa accelerare il potenziale di crescita dell'output sul lungo periodo, preservando i fondamentali macroeconomici che hanno sorretto il processo di *catch-up* dell'economia cinese con le aree più avanzate nel corso degli ultimi decenni.

Un semplice schema basato sul modello AD-AS (*aggregate demand-aggregate supply*) può aiutare a riassumere le ipotesi delineate sopra (figura 7): la maggiore efficacia dei meccanismi di trasmissione monetaria potrebbe consentire alle manovre espansive di ripristinare la AD alla sua posizione originaria ( $AD_0$ ) invece che a un livello ipoteticamente inferiore ( $AD_h$ ). Al contempo, se la pianificazione dell'investimento privilegerà lo sviluppo in aree ad alto contenuto tecnologico, allora gli stimoli potrebbero spostare la curva di offerta aggregata ( $AS_0$ ) in direzione di  $AS_h$ , aumentando l'output e scongiurando al tempo stesso l'aumento dei prezzi.

Figura 7 – L'assorbimento dello shock della domanda e l'espansione dell'offerta aggregata



### 3. L'attenuazione dell'impatto del COVID-19 sull'economia cinese (I fase)

La flessione economica causata dal COVID-19 dipende dalla capacità del sistema politico e socioeconomico di minimizzare la durata del rallentamento delle attività produttive. Una volta compresa la potenza letale del virus nella seconda metà di gennaio 2020,<sup>10</sup> il governo centrale della Cina ha chiarito come la priorità del paese dovesse essere il debellamento del virus nei tempi più rapidi possibili. La pronta imposizione di misure volte al blocco delle attività produttive nelle aree epicentro dell'epidemia e in quelle limitrofe, la chiusura temporanea delle attività non essenziali nelle rimanenti zone del paese, e la limitazione dei movimenti delle persone a livello interregionale – fino all'isolamento dell'intera regione altamente industrializzata dello Hubei – hanno fornito un contributo decisivo all'isolamento dei focolai virali. Seppur abbiano comportato un costo ragguardevole economico, questi provvedimenti hanno scongiurato una diffusione incontrollata dell'epidemia (OMS, 2020), consentendo il veloce ripristino del normale funzionamento delle istituzioni che assicurano la riproduzione della vita economica.

In virtù della loro capacità produttiva, le SOE hanno contribuito al veloce epilogo della fase emergenziale, non solo sviluppando tecnologie che hanno ridotto i tempi di diagnosi e cura, ma anche aumentando la produzione di materiale protettivo ed edificando infrastrutture di emergenza in tempi estremamente contenuti. Ad esempio, lo Huoshenshan Hospital eretto a Wuhan tra il 23 gennaio e il 2 febbraio 2020 – è stato costruito dalla SOE China State Construction. Beijing Urban Construction Group ha incrementato la capacità dello Xiaotangshan Hospital di Beijing dopo aver ricevuto un finanziamento dalla banca centrale.

<sup>10</sup> Nelle prime fasi dell'epidemia, il governo di Wuhan ha negato la possibilità di contagio tra umani. Per questa ragione, i rappresentanti locali del Partito Comunista sono stati rimossi dai loro incarichi.

Altre SOE come Sinopharm, CHTC Jiahua Nonwoven Co Ltd, Nanjing Jihua 3521 Special Equipment Co Ltd, Gree Electric Appliances Inc. e finanche il gigante petrolifero China National Petroleum Corporation hanno fornito decine di milioni di unità di materiale protettivo e medico. Altre ancora, come China Post Group e State Grid Corp of China hanno velocizzato i servizi di consegna e distribuzione di materiale medico e incrementato l'offerta di stazioni di ricarica energetica per macchinari dediti alla prevenzione dell'epidemia (*China Daily*, 2020; CNPC, 2020; Fan, 2020; Liu, 2020; PBC, 2020a; SASAC, 2020; Xinhua, 2020a; Yu, 2020; Zheng, 2020; Zhao, 2020a e 2020b; Zhong, 2020a e 2020b).<sup>11</sup>

Tale sforzo è stato sorretto dal sistema bancario. A fine gennaio, la PBC ha trasferito circa 300 miliardi di yuan (39,5 miliardi di euro) alle nove maggiori banche statali, le quali hanno a loro volta finanziato le operazioni di migliaia di imprese coinvolte nella prevenzione e controllo dell'epidemia.<sup>12</sup> Assicurando la piena disponibilità di materiale protettivo, l'azione delle SOE, sia industriali che creditizie, ha facilitato l'implementazione delle misure di sicurezza stabilite a livello centrale affinché la riapertura degli impianti non fosse accompagnata da una seconda ondata epidemica. A tale scopo, la ripresa delle attività è stata soggetta a una stretta regolazione da parte del governo centrale, il quale ha delegato agli organi periferici il compito di supervisionare l'allocazione del materiale protettivo all'interno delle unità produttive e inviare esperti che istruissero i lavoratori circa il suo corretto utilizzo. Infine, alle imprese è stato assegnato il compito di monitorare la salute degli addetti, con complesse e costose procedure, anche da un punto di vista sanzionatorio (Consiglio di Stato, 2020b, 2020c e 2020d).

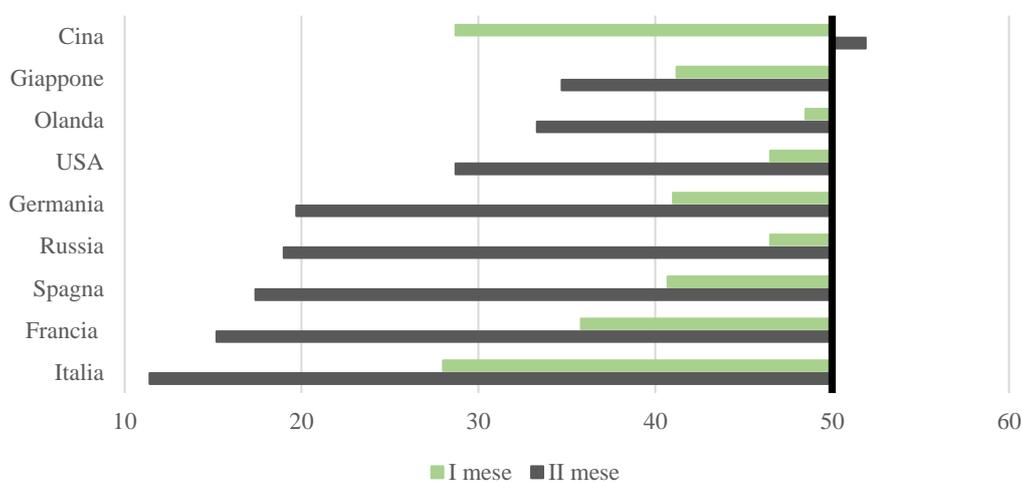
Gli sforzi pubblici sopra esposti non hanno tardato a manifestare i loro effetti: già a metà marzo 2020, escludendo la regione dello Hubei, il 90% degli impianti nel paese aveva riattivato le proprie operazioni (NBS, 2020c). Per meglio contestualizzare la ripresa delle operazioni in Cina, può risultare utile volgere lo sguardo all'indice dei direttori degli acquisti (*Purchasing Managers Index*) relativo alla produzione del settore manifatturiero. Per la costruzione di questo indice, viene chiesto a un campione rappresentativo di imprese se la produzione sia salita, scesa o rimasta stabile rispetto al mese precedente. Un valore superiore a 50 individua una espansione della produzione rispetto al mese precedente, mentre un valore inferiore segnala una contrazione. Oltre a fornire informazioni sulla crescita dell'output 'in tempo reale', questo indicatore è in grado di predire con accuratezza l'andamento del PIL sul breve periodo (Dasgupta e Lahiri, 1993).

La figura 8 compara l'indice dei direttori degli acquisti delle imprese manifatturiere di diversi paesi nel primo e nel secondo mese susseguente lo scoppio dell'epidemia nelle rispettive aree.<sup>13</sup> Gli interventi adottati in Cina hanno comportato un costo economico quasi senza eguali sul brevissimo termine. A differenza delle economie avanzate, tuttavia, già dopo un mese dall'inizio dell'emergenza il *Purchasing Managers Index* in Cina ha visto un netto miglioramento dovuto alla rapida riapertura degli impianti. Ciò trova conferma osservando i dati relativi alla crescita dell'output, che a marzo 2020 ha segnato un +32% rispetto al mese precedente.

<sup>11</sup> Sul ruolo delle SOE alla lotta al virus si veda: <http://en.sasac.gov.cn/TimelineSOEsfightagainstCOVID19.html>.

<sup>12</sup> Dal 25 gennaio al 10 marzo 2020, le SOE riceventi la prima trince di crediti hanno prodotto 1,6 miliardi di mascherine, 87,79 milioni di tute protettive, 4,21 milioni di occhiali protettivi, 10,29 milioni di test-kit, 4143 ambulanze pressurizzate, 2,49 milioni di tonnellate di verdura, 3,74 milioni di tonnellate di grano e 1,56 milioni di tonnellate di carne (PBC, 2020a e 2020b).

<sup>13</sup> Poiché il COVID-19 ha colpito la Cina con circa un mese di anticipo, per questo paese sono stati selezionati i mesi di febbraio e marzo, mentre per tutti gli altri paesi sono considerati i mesi di marzo e aprile.

Figura 8 – *Purchasing Managers Index (50 = nessun mutamento sul mese precedente)*

Fonte: IHS Markit (2020).

La veloce riattivazione del sistema industriale non sarà sufficiente a evitare una pesante caduta del PIL cinese nel primo trimestre (-6,8%). Nonostante ciò, le previsioni riferite agli altri paesi appaiono ben più negative, in linea con il sensibile deterioramento dei rispettivi *Purchasing Managers Index* di aprile 2020. Dopo aver subito una grave caduta nel primo trimestre, IHS Markit stima che il PIL dell'eurozona e degli Stati Uniti crolleranno rispettivamente del -7,4% e del -13% nel secondo trimestre del 2020. Secondo il Documento di Economia e Finanza del Ministero dell'Economia e delle Finanze, il PIL italiano subirà una caduta del -10,5%.

Tra l'altro, i costi sociali (ed economici, in termini di spinte inflattive) insiti nella prima fase dell'emergenza in Cina sono stati anch'essi alleviati dall'azione delle SOE, le quali hanno giocato un ruolo importante nella calmierazione dei prezzi. Ad esempio, State Grid Corporation of China ha garantito la fornitura gratuita di energie alle famiglie nella città di Wuhan, aumentando inoltre l'offerta di stazioni gratuite di ricarica energetica. Altre imprese di proprietà pubblica come China Grain Reserves Group, COFCO Group e China Resources Group hanno incrementato la produzione di derrate alimentari, garantendone al contempo i servizi di trasporto e distribuzione, e rafforzando la supervisione sui venditori al dettaglio per prevenire fenomeni speculativi sul costo degli alimenti e dei beni di prima necessità (N. Zhang, 2020; Zhao, 2020c; Zhong e Zheng, 2020).

In conclusione, l'ipotetica assenza delle SOE, unita a una minore capacità istituzionale del governo di implementare stringenti misure di minimizzazione dei contatti sociali, avrebbe amplificato l'entità dello shock causato dall'irruzione del COVID-19 in Cina. Chiaramente, il rapido epilogo della prima fase ha prodotto vantaggi non indifferenti in quelle successive, nella misura in cui saranno necessari stimoli più contenuti per ristabilire i livelli di output precedenti.

#### 4. La riattivazione della macchina produttiva cinese (II fase)

Il brusco rallentamento delle attività ha penalizzato con particolare virulenza gli anelli più deboli della filiera produttiva domestica.<sup>14</sup> Per questa ragione, l'obiettivo cardine delle autorità cinesi nella seconda fase dell'emergenza coronavirus è stato quello di alleviare le pressioni sul flusso di cassa delle PMI, sostenendone l'accesso al credito attraverso un allentamento della politica monetaria della PBC.

L'approccio adottato da quest'ultima si discosta da quello della FED e della BCE le quali, fin dalle prime fasi dell'epidemia, hanno inondato i mercati di liquidità attraverso corposi piani di acquisto di titoli e il mantenimento dei tassi d'interessi reali in territori negativi. Al contrario, l'azione del governo cinese si è caratterizzata per una certa cautela sul piano dell'espansione della massa monetaria. D'altra parte, il lancio di un *quantitative easing* in Cina avrebbe potuto condurre a un sensibile aumento dell'inflazione interna e a scaricare il finanziamento della manovra sui percettori di redditi fissi. Per questa ragione, in questa fase la politica monetaria in Cina si è preoccupata di assicurare che la liquidità immessa sul mercato fosse utilizzata per garantire la sopravvivenza delle attività delle PMI. In primo luogo, la banca centrale ha stabilito che il mercato immobiliare non dovesse essere usato per stimolare l'economia nel breve termine, ostruendo il flusso di credito per finanziare la compra-vendita di abitazioni (Chen e Reeves, 2020; Xinhua, 2020e). In secondo luogo, le tre maggiori banche pubbliche sono state spinte dalla PBC ad accrescere l'offerta di credito a favore delle PMI, al punto che i prestiti verso queste entità dovranno aumentare "non meno del 30% [rispetto al primo trimestre 2019] e i tassi d'interesse dovranno scendere significativamente rispetto al 2019" (PBC, 2020h). Al contempo, le banche statali sono state autorizzate a innalzare a 350 miliardi di yuan (50 miliardi di euro) la quota di credito da elargire alle imprese di piccole e medie dimensioni.

Gli stimoli monetari che saranno di seguito esaminati hanno seguito la direzione tracciata dalla CBIRC la quale, già a inizio febbraio 2020, ha istruito le istituzioni bancarie di estendere il periodo di ripagamento dei prestiti e ridurre le commissioni e gli interessi ad essi applicati. Per raggiungere questa finalità, è stato inoltre previsto che le banche pubbliche concedessero credito alle PMI ottenendo a garanzia ricevute di deposito o magazzino, oppure che il credito fosse concesso anticipatamente per finanziare i pagamenti dei loro ordini. Infine, la CBIRC ha chiesto alle SOE del settore industriale, da un lato, di versare ai propri fornitori pagamenti in tempo reale, ancor prima che questi ultimi consegnassero loro la merce e, dall'altro, di diminuire l'ammontare dei pagamenti richiesti in anticipo alle imprese a monte della catena produttiva (CBIRC, 2020a e 2020b; Jiang, 2020a).

All'interno di questa cornice regolatoria orientata ad alleviare le pressioni sul flusso di cassa delle PMI, la PBC ha fornito agli istituti di credito circa 800 miliardi di yuan (116 miliardi di euro) a tassi d'interesse calmierati (Jiang, 2020b).<sup>15</sup> Mentre 300 miliardi sono fluiti verso le imprese coinvolte nella lotta contro il coronavirus, 500 miliardi saranno utilizzati per finanziare la riapertura degli impianti, la ripresa produttiva e il pagamento di debiti arretrati delle PMI. All'inizio di aprile 2020, il governo ha dato mandato alla PBC di accrescere le operazioni di rifinanziamento di altri 1000 miliardi per espandere l'offerta di credito per le banche di piccole e medie dimensioni nel corso dell'anno.

<sup>14</sup> Una ricerca condotta dalla *China Europe International Business School* nel febbraio 2020 citata da Huang et al. (2020) ha riportato che l'85% delle 995 PMI sotto indagine non avrebbe potuto sopravvivere per più di tre mesi.

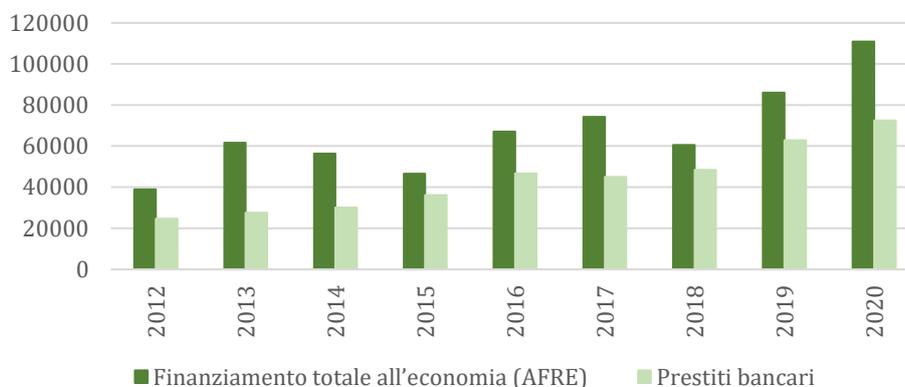
<sup>15</sup> La liquidità è stata iniettata con operazioni di sconto e prestiti straordinari, questi ultimi strumento principale con cui la PBC allargava la base monetaria durante l'era della pianificazione.

Va sottolineato che la PBC ha imposto agli istituti bancari l'applicazione di un tetto massimo (pari al 4,55%) sul tasso d'interesse applicato ai prestiti finanziati con tali risorse. Poiché il tasso d'inflazione nel periodo di marzo-aprile in Cina era del 5,1%, le PMI hanno beneficiato di credito a tassi d'interesse reali negativi. Per allineare le loro preferenze riguardanti l'allocazione del credito agli obiettivi stabiliti dal governo, è stato previsto che le banche potessero accedere all'ulteriore liquidità fornita della PBC qualora le risorse imprestate in precedenza fossero state utilizzate per supportare le PMI (PBC, 2020a; 2020c).

Allo scopo di rafforzare l'impatto degli interventi sull'economia reale, la PBC ha abbassato il coefficiente di riserva obbligatoria (*Required reserve ratio*, RRR) richiesto alle banche commerciali di piccole e medie dimensioni operanti nelle aree rurali e a livello regionale. Affinché la liquidità liberata fluisse verso le PMI, il taglio del RRR è stato implementato in maniera progressiva, in modo tale che la PBC potesse verificare che gli istituti bancari concedessero credito alle PMI a tassi d'interesse relativamente bassi prima di fortificare la loro capacità creditizia mediante un'ulteriore riduzione del RRR (PBC, 2020d). Per massimizzare l'efficacia di questa misura, all'inizio di aprile 2020 la PBC ha dimezzato il tasso d'interesse con cui remunera le riserve al di sopra dell'ammontare obbligatorio e depositate dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale stessa. L'obiettivo era incoraggiare le banche commerciali a ridurre le riserve accantonate per scopi precauzionali, spingendole "a migliorare l'efficienza nell'utilizzo dei fondi e a servire meglio l'economia reale" (ibid.). Infine, per espandere i canali di finanziamento delle PMI, il governo ha supportato l'emissione di obbligazioni a tassi relativamente bassi da parte di un numero limitato di banche pubbliche, prevedendo che tali risorse fossero utilizzate per sostenere le PMI (Jiang, 2020b).

L'azione congiunta di CBIRC, PBC e banche pubbliche ha consentito di trasmettere gli stimoli monetari all'economia reale. Nei primi tre mesi del 2020, il sistema bancario ha dirottato 7,25 trilioni di yuan verso il settore reale dell'economia (+12,7% su base annua). Ciò costituisce oltre il 65% del totale del "finanziamento totale all'economia reale" (AFRE), con quest'ultimo cresciuto di 2486 miliardi di yuan rispetto all'anno precedente (figura 9). I maggiori beneficiari della espansione creditizia sono state le istituzioni pubbliche e le imprese, le quali hanno ricevuto l'85,1% dei prestiti concessi dalle istituzioni finanziarie (PBC, 2020; Xinhua, 2020b).

Figura 9 – Finanziamento totale all'economia nel primo trimestre dell'anno (2012-20)



Fonte: PBC (i dati sul finanziamento aggregato all'economia reale sono accessibili qui: <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/3959050/3959051/index.html>).

Nell'insieme, i provvedimenti di politica monetaria sopra analizzati hanno fornito un impulso decisivo al riavvio della macchina produttiva (PBC, 2020f e 2020g; Xinhua, 2020b; Jiang, 2020c), tanto che alla fine di aprile 2020 "la produzione industriale è [stata] sostanzialmente ripristinata" (PBC, 2020i).

### 5. L'investimento statale come cardine della strategia anticiclica (III fase)

A partire dalla metà di marzo 2020, è apparso chiaro come la preservazione della capacità produttiva non potesse rivelarsi sufficiente a rialzare l'output ai livelli antecedenti all'irruzione del COVID-19. La diffusione dell'epidemia a livello globale si è traslata nel crollo più grave degli ordini provenienti dall'estero dal 2008, accrescendo la riluttanza degli agenti privati coinvolti nel settore manifatturiero ad aumentare in maniera decisa gli investimenti nonostante, come si vedrà sotto, il perseguimento di una politica monetaria più accomodante da parte della PBC. Questo fenomeno è già evidente dai dati di aprile 2020, allorché al rimbalzo della produzione industriale ha fatto da contraltare la protratta diminuzione degli investimenti. Coinvolgendo almeno 110 milioni di cinesi, il ridimensionamento del comparto manifatturiero condurrebbe a una stagnazione del PIL e a una preoccupante espansione della disoccupazione.

A causa della grave incertezza economica mondiale, per la prima volta da decenni il governo cinese non ha stabilito alcun target di crescita per l'anno in corso. Tuttavia, esso si può desumere riflettendo sull'obiettivo occupazionale prefissato durante le 'due sessioni' plenarie annuali dell'Assemblea nazionale del popolo (ANP) e della Conferenza politica consultiva del popolo cinese (CPCPC), svoltesi a fine maggio 2020. L'obiettivo è stato fissato in 9 milioni di nuovi posti di lavoro nelle aree urbane, così da mantenere il tasso di disoccupazione vicino al 6%.<sup>16</sup> Poiché la perdita di ogni punto di crescita si associa ad un incremento dei disoccupati pari a quasi 4 milioni,<sup>17</sup> una protrazione del declino dell'output a ritmi simili a quelli del primo trimestre 2020 vorrebbe dire un rigonfiamento della 'sacca' dei disoccupati ad oltre 45 milioni di persone, con tutti i problemi in termini di stabilità socio-politica che ciò comporta. Al contrario, il raggiungimento dei target occupazionali sopra stimati è vincolato a una crescita annuale del PIL di circa il 4%.

Il conseguimento di questo obiettivo ha richiesto l'implementazione di una serie di stimoli fiscali e monetari. Accanto a un abbassamento degli oneri sociali a carico delle imprese,<sup>18</sup> l'azione anticiclica intrapresa dal governo cinese a partire dalla fine di marzo 2020 è stata imperniata attorno a un vasto programma d'investimenti infrastrutturali – finanziato dall'emissione di obbligazioni da parte dei governi locali per un ammontare pari a 3750 miliardi di yuan (1600 in più rispetto al 2019) – sia in aree tradizionali sia in quelle più moderne (tabella 1). Per quanto concerne le prime, il settore pubblico si è impegnato a supportare progetti di sviluppo regionale. Riguardo alle seconde, saranno finanziati progetti di natura innovativa. Inoltre, è previsto un incremento delle risorse per favorire la transizione verso 'città intelligenti'. Infine, 1000 miliardi di yuan (128 miliardi di euro), finanziati dall'emissione di 'obbligazioni governative di natura speciale', saranno investiti per accelerare la ricerca e lo sviluppo nell'area biotecnologica, migliorare i meccanismi di prevenzione delle

<sup>16</sup> Si veda [http://english.court.gov.cn/2020-05/22/content\\_37536163.htm](http://english.court.gov.cn/2020-05/22/content_37536163.htm)

<sup>17</sup> La stima è del vicepresidente della Renmin University, Liu Yuanchun (*Economic Daily*, 2020, p. 2).

<sup>18</sup> Questo provvedimento, che ha un costo di 2500 miliardi di yuan, ha la finalità di aiutare le PMI ad alta intensità di lavoro, dove i contributi sociali costituiscono circa il 30-40% del costo del lavoro.

malattie infettive e per potenziare le infrastrutture sanitarie quali laboratori e complessi ospedalieri.

Tabella 1 – *Composizione settoriale degli stimoli d'investimento pubblico in Cina*

<b>Investimenti in aree 'traduzionali'</b>	<b>Investimenti in aree 'innovative'</b>	<b>Investimenti nel comparto sanitario</b>
<i>3,750 miliardi di yuan (3.8% PIL)</i>		<i>1,000 miliardi di yuan (1% PIL)</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Trasporti</li> <li>• Impianti idrici</li> <li>• Riqualificazione urbana</li> <li>• Potenziamento servizi educativi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reti 5G</li> <li>• Intelligenza artificiale</li> <li>• Data center</li> <li>• Linee supercritiche a corrente continua</li> <li>• Stazioni di ricarica per veicoli ad energia pulita</li> <li>• Applicazione tecnologie digitali a infrastrutture tradizionali</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ricerca e sviluppo nell'area biotecnologica</li> <li>• Laboratori e complessi ospedalieri</li> <li>• Meccanismi di prevenzione delle malattie infettive</li> </ul>

Fonti: PBC (2020e); Chen (2020a; 2020b); Zhang (2020); Xinhua (2020c; 2020d; 2020f); NDRC (2020); Zhao e Zhang (2020).

Il sostegno alla domanda dei beni d'investimento è stato accompagnato da un graduale allentamento della politica monetaria. La crescita dell'aggregato M2 a partire dal mese di aprile (+11,1%, rispetto ad una media dell'8,7 nel 2019) pare sia destinata ad accelerare nel corso dell'anno, se è vero che, nella relazione presentata nel corso delle 'due sessioni' plenarie sopra menzionate, il premier cinese Li Keqiang ha annunciato che "il paese ricorrerà a un'ampia varietà di strumenti [...] per consentire all'aggregato monetario M2 e agli aggregati creditizi di crescere a tassi notevolmente più elevati rispetto allo scorso anno. [...] È fondamentale adottare una serie di misure per garantire un più agevole accesso al credito alle imprese e una riduzione costante dei tassi di interesse" (Xinhua, 2020g).

Comprendibilmente, è prematuro azzardare una valutazione circa l'efficacia degli stimoli varati dalle autorità cinesi durante i primi mesi del 2020. Purtroppo, una indagine dei meccanismi che hanno consentito alle manovre espansive adottate dal governo della Cina all'indomani della crisi del 2008 di tradursi in una sensibile crescita del PIL nel biennio 2009-10<sup>19</sup> potrebbe consentire di avanzare qualche ipotesi al riguardo. Allora come oggi, la grave recessione del commercio internazionale ha impattato negativamente sul settore dell'export cinese, in seguito al quale "molte fabbriche chiusero dall'oggi al domani e i lavoratori furono licenziati" (Wong, 2011, p. 3). Il marcato peso delle esportazioni sull'economia cinese dell'epoca ha esercitato una forte pressione ribassistica sul PIL, convincendo i decisori politici "a

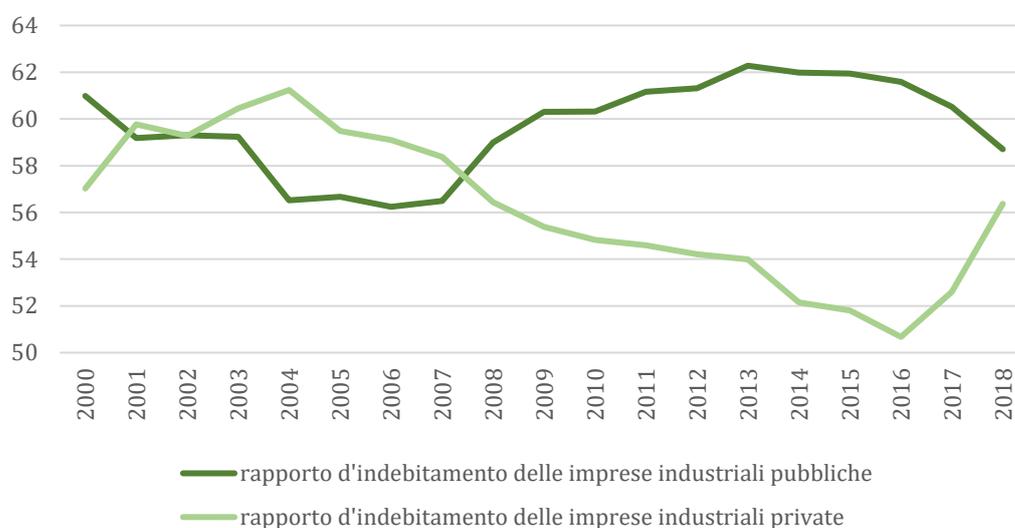
<sup>19</sup> Nel 2009-10, la crescita media del PIL cinese è stata del 10%, contro una media mondiale del 1,3%.

fare tutto ciò era necessario per invertire quella tendenza” (ivi, p.5). Ciò perché la legittimità del governo era, così come oggi, legata al mantenimento di elevati tassi di crescita e all’espansione delle opportunità occupazionali, specie nel settore urbano.

Al fine di proseguire sul sentiero della modernizzazione, le autorità cinesi hanno “spostato l’accento dall’espansione dell’export allo sviluppo domestico, principalmente attraverso la creazione di nuove infrastrutture” (Rapoport e Gerts, 2010, p. 60). “Le SOE sono state il veicolo principale attraverso il quale le autorità hanno implementato il corposo pacchetto di stimoli del 2008-09” (Chen et al., 2019, p. 27). Ciò per due ragioni: da una parte, per la loro capacità di investire seguendo obiettivi di ordine sociopolitico stabiliti dal governo piuttosto che inseguire la massimizzazione dei valori azionari (He e Kyaw, 2018); dall’altra, per la loro possibilità di operare anche in presenza di profitti molto bassi se non addirittura in perdita (Yu, 2014, p. 177).

Sul versante monetario, l’“espansione straordinaria” del credito avvenuta a partire dall’ultimo trimestre 2008 (Chan e Zhu, 2009, pp. 20-21) ha sostenuto l’attività d’investimento delle SOE. L’interferenza del governo nelle loro operazioni e l’accesso preferenziale al credito in virtù del rapporto privilegiato con il sistema bancario, anch’esso dominato dalle SOE, si sono tradotti in una crescita del rapporto di indebitamento delle SOE industriali rispetto alle imprese private dello stesso settore, che anzi hanno proseguito il loro *deleveraging* almeno fino al 2016 (figura 10).

Figura 10 – *Indebitamento delle imprese industriali pubbliche e private in Cina (2000-18)*



Nota: rapporto d’indebitamento = totale passività/totale attività.

Fonte: National Bureau of Statistics of China (NBS), <http://data.stats.gov.cn/english/>

Tale divergenza riflette la risposta asimmetrica tra le decisioni d’investimento adottate dalle imprese pubbliche e private. Mentre il rallentamento della domanda estera proveniente dai paesi avanzati, seguita dalla caduta di profittabilità del settore industriale (vedi figura 3), deprimeva le aspettative delle imprese private orientate alle esportazioni – le quali rispondevano decelerando il loro tasso d’investimento –, le SOE hanno invece agito in direzione

opposta, incrementando i loro investimenti in aree chiave come quelle agricole, energetiche e dei trasporti (Deng et al., 2011; Wen e Wu, 2014). L'attivismo finanziario e industriale delle SOE durante la crisi del decennio scorso ha fornito un impulso decisivo al sostegno degli investimenti infrastrutturali (il cui peso ha superato il 18% del PIL nel 2009) e dunque alla ripresa dell'economia.

L'adozione del pacchetto di stimoli da parte del governo cinese nella primavera 2020 non garantisce il conseguimento degli stessi risultati. In primo luogo, il sostegno fiscale agli investimenti pubblici è ben inferiore, vale a dire circa il 5% del PIL rispetto al 12% del 2008-09 – anche se va riconosciuto che negli ultimi anni il contributo proveniente dalle esportazioni nette alla crescita del PIL (e pertanto l'azione anticiclica necessaria) sia nettamente calata rispetto al periodo pre-2009. In secondo luogo, la stessa economia cinese è entrata in una fase di *new normal* caratterizzata da una crescita media di circa il 7% nell'ultimo quinquennio, rispetto a tassi di crescita a doppia cifra del periodo precedente.<sup>20</sup>

Nonostante ciò, la persistente centralità delle SOE non esclude che la riproposizione di manovre espansive nel contesto odierno non possa condurre a una ripresa della domanda aggregata in Cina. Ciò è ancora più vero se si considerano due aspetti. Da un parte, il peso odierno delle imprese a conduzione statale all'interno dell'economia è rimasto pressoché invariato negli ultimi dieci anni, principalmente a causa dello stimolo fiscale e degli effetti asimmetrici derivanti dal rilassamento delle condizioni creditizie seguiti alla crisi del 2009. Come si evince dalla figura 11, dopo quasi un decennio di continuo regresso la quota di stock di capitale di proprietà pubblica nel settore industriale è addirittura risalita, tornando a sfiorare il 50%, segnalando una prepotente 'reazione dello Stato' dal 2013 a oggi (Lardy, 2019).<sup>21</sup> Ciò implica che l'espansione monetaria pianificata dai decisori pubblici possa nuovamente essere in grado di *pushing on a string*, ossia di proiettare il sistema economico in direzione di un'espansione in virtù del rapporto che continua a rinsaldare il sistema bancario e quello industriale.

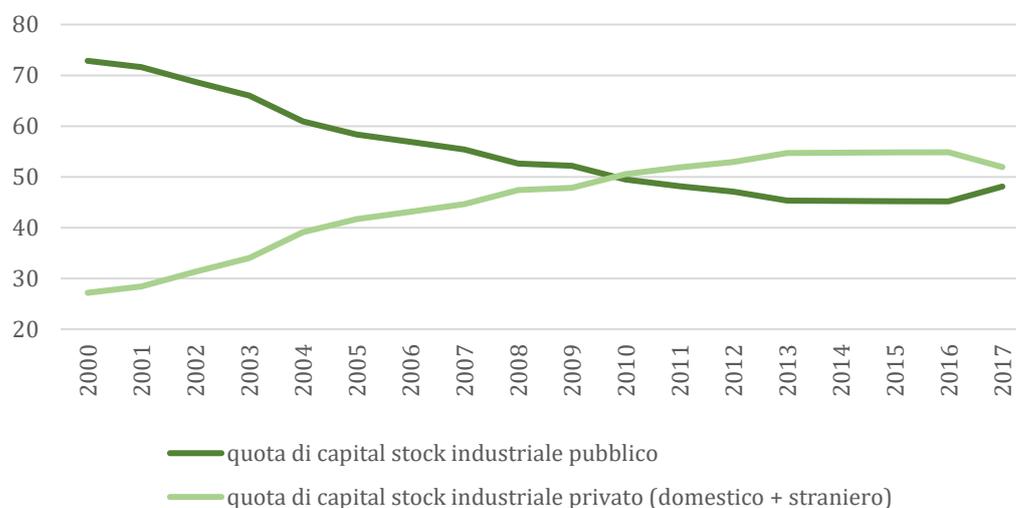
In seconda battuta, l'incremento dei livelli d'indebitamento delle SOE pare non costituire una minaccia alla preservazione dell'equilibrio interno dell'economia cinese. Infatti, sebbene i loro rendimenti sul breve termine possano essere negativi, lo scopo dei progetti infrastrutturali pubblici è quello di accrescere l'efficienza produttiva, l'intensità di capitale e la produttività totale dei fattori. Tale finalità è confermata non solo dalla tipologia di investimento privilegiata dal governo cinese, ma anche da una misura adottata a inizio marzo 2020, la quale ha stabilito che le SOE dovranno incrementare le opportunità occupazionali dei neolaureati (Zhong, 2020c; Cheng, 2020), cosicché la parte più moderna di capitale umano del paese possa contribuire all'accelerazione delle abilità innovative delle imprese statali.

---

<sup>20</sup> L'ingresso in questa nuova fase può essere associato alla transizione da un modello di crescita orientato alle esportazioni – basato sull'accumulazione di riserve in valuta straniera finalizzata a comprimere il tasso di cambio – ad uno progressivamente orientato al consumo domestico.

<sup>21</sup> L'arretramento del settore privato non può essere imputato esclusivamente ai disinvestimenti delle imprese estere a causa dei crescenti costi salariali. Dopo essere cresciuto dal 2% al 18,4% dal 2000 al 2012, la quota di capital stock di proprietà degli investitori privati cinesi sul totale del capital stock industriale è scesa dal 20,7% al 19,6% tra il 2013 e il 2017.

Figura 11 – Quota capital stock industriale di proprietà pubblica e privata sul totale in Cina



Fonte: National Bureau of Statistics of China (NBS), <http://data.stats.gov.cn/english/>

L'aumento del potenziale di crescita dell'output sul lungo periodo insito in suddetta strategia potrebbe condurre ad un aumento del flusso di risorse con cui pagare interessi e rimborsare i debiti, evitando così che l'espansione della capacità produttiva delle SOE si rifletta in consistenti perdite per il sistema bancario e, potenzialmente, in una crescita insostenibile dell'indebitamento pubblico. D'altra parte, ciò è quanto successo all'indomani del piano di stimolo del 2008, laddove la crescita cumulata dell'output manifatturiero garantita dall'espansione dell'investimento pubblico, specie nei settori più innovativi (Qi e Kotz, 2020), ha contribuito ad accrescere il tasso di crescita della produttività – tant'è che negli anni successivi alla crisi le SOE più estese hanno esibito tassi di *Total Factor Productivity* più sostenuti rispetto alle imprese private (Hsieh e Song, 2016, p. 332; Kou e Kroll, 2017, p. 20). Il trend ascendente della profittabilità ha pertanto consentito alle imprese statali di ridurre sensibilmente i loro tassi d'indebitamento – tornati ai livelli del 2007 – e convergere verso quelli delle imprese private (figura 10).

Tra l'altro, la preservazione di livelli d'indebitamento pubblico relativamente contenuti nel corso dell'ultimo decennio (50,1% del PIL nel 2019)<sup>22</sup> e la risibile quota di esso detenuta da investitori esteri (8,5% del totale) potrebbero aprire la strada ad un potenziamento degli stimoli fiscali da parte delle autorità cinesi nella seconda parte del 2020 – qualora lo scenario economico interno ed esterno non dovesse mostrare segni tangibili di ripresa. Ciò è ancor più vero alla luce dell'alto tasso di risparmio, dell'elevato grado di fiducia della popolazione rispetto ai policy-maker nazionali, e della relativa arretratezza del mercato dei capitali del paese. Se quest'ultimo dovesse essere adeguatamente ammodernato, le caratteristiche dell'economia aprirebbero una 'finestra d'opportunità' che il governo cinese potrebbe sfruttare

<sup>22</sup> Sebbene non esistano cifre ufficiali, uno studio pubblicato da BNP Paribas Asset Management dal titolo auto-esplicativo "Demystifying China's Local Government Debt" stima che il totale del debito pubblico cinese sia tra il 51% e il 76%, concludendo che "il rapporto tra debito pubblico totale (sia del governo centrale che dei governi locali) non è eccessivo se raffrontato a quello di molti altri paesi" (Lo, 2019).

per espandere l'emissione di titoli con cui finanziare ulteriori investimenti volti a trainare la ripresa economica.

## 6. Conclusioni

La crisi dovuta all'eruzione del COVID-19 mostra come l'efficienza allocativa del settore privato si possa tramutare velocemente in macro-inefficienza a livello sociale. Se si limita lo sguardo al periodo immediatamente successivo allo scoppio dell'epidemia, il funzionamento efficiente dei meccanismi di mercato richiede che l'aumento degli ordini provenienti dal settore pubblico di materiale e attrezzature medico-sanitarie (ventilatori, mascherine, ecc.) – finanche l'edificazione di nuove strutture ospedaliere – deve esercitare un aumento dei prezzi tale da assicurare un livello di profittabilità sufficiente a compensare i rischi insiti nei nuovi investimenti, o coprire i costi di conversione produttiva delle imprese attive in altri comparti. Solo in tal caso, è lecito attendersi un'espansione della produzione da parte del settore privato. Tuttavia, non vi è alcuna garanzia che ciò avvenga, né tantomeno che l'incremento dell'offerta soddisfi i bisogni di cura della popolazione.

Posto che nei settori coinvolti nella produzione di beni necessari a contenere la diffusione dell'epidemia la curva di offerta rimanga invariata, il livello dei prezzi stabilito dallo Stato deve essere superiore a quello prevalente sul mercato affinché il settore privato impieghi spontaneamente ulteriori fattori produttivi per accrescere l'output. In altri termini, il perseguimento dell'obiettivo volto alla massimizzazione della profittabilità a livello di singola impresa può condurre a un ingente costo fiscale per lo Stato che peserebbe inevitabilmente su altri settori di un'economia già debilitata. Se tale costo fiscale si rivelasse insostenibile, allora il perseguimento della profittabilità di impresa condurrebbe a livelli di investimento sub-ottimali dal punto di vista sociale.

Inoltre, anche qualora gli agenti privati considerassero i rendimenti attesi sufficienti a giustificare l'investimento, lo spazio temporale che intercorre tra la sua pianificazione, realizzazione, fino all'attivazione della capacità produttiva potrebbe rivelarsi talmente esteso da rendere pressoché inutile l'espansione della capacità produttiva. Si potrebbe arrivare alla situazione paradossale di terminare la costruzione di strutture specializzate per la cura di polmoniti virali solo dopo che l'epidemia sia debellata. Per queste ragioni, come sottolinea Dani Rodrik (2020), "non vi è nulla come una pandemia che possa mostrare l'inadeguatezza dei mercati di fronte a problemi di azione collettiva, e al contempo evidenziare l'importanza della capacità dello Stato di fronteggiare le crisi e proteggere la popolazione".

In effetti, è proprio nelle fasi di crisi come quella odierna in cui l'"inefficienza" del settore pubblico si traduce in macro-efficienza sociale. Non a caso, uno dei paesi più efficaci nel minimizzare le perdite sia in termini di vite umane sia in termini economici è la Cina, laddove il settore statale occupa i centri nevralgici della vita economica. In questo lavoro, si è tentato di mostrare come la capacità delle autorità cinesi di mobilitare le risorse necessarie a contrastare prontamente l'epidemia del COVID-19 affondi le sue radici nel modello di sviluppo perseguito dal paese – ossia un modello incardinato attorno alle imprese a conduzione statale, sia quelle operanti nel settore industriale sia quelle del settore creditizio.

In virtù del suo potere di fatto monopolistico sul settore bancario, il governo è stato ed è tuttora in grado di reprimere le rendite finanziarie e al tempo stesso incanalare risorse a vantaggio dei settori ritenuti strategici. Ciò vale soprattutto per le SOE industriali le quali,

nonostante la scarsa profittabilità hanno contribuito a elevare i livelli occupazionali al di sopra di quelli compatibili alla loro 'sopravvivenza' in un sistema di puro mercato (ragione per cui molte di esse sono indicate col poco edificante appellativo di 'imprese zombie'). La massimizzazione dell'impiego dei fattori produttivi indipendentemente dalla loro redditività, o comunque anche in misura solo sufficiente a coprire i costi, consente dunque di aumentare il livello dell'output di equilibrio. Sebbene da un punto di vista capitalistico ciò non può che essere considerato 'irrazionale' (e inefficiente), da un punto di vista sociale la massimizzazione dell'utilizzo delle risorse produttive (lavoratori e capitale) non può che essere considerato 'razionale' (ed efficiente). È questa caratteristica strutturale che ha reso l'economia cinese meglio equipaggiata a fronteggiare la crisi attuale, perché è proprio nei momenti critici che emerge chiaramente la necessità di massimizzare l'output a dispetto dei rendimenti garantiti dall'investimento o della capacità di remunerare i risparmiatori in maniera 'adeguata'.

Tra l'altro, la forte presenza dello Stato nel sistema creditizio offre ai decisori politici la capacità di mobilitare risorse non solo verso le industrie ritenute chiave per lo sviluppo economico (come l'industria pesante) ma anche di dirottarle verso quelle meglio equipaggiate a combattere l'epidemia (come quella sanitaria) – come avvenuto durante la prima fase – oppure in direzione delle piccole e medie imprese, garantendo così l'operatività del settore chiave dell'economia cinese, vale a dire quello manifatturiero, come testimoniato durante la seconda fase della lotta al coronavirus. In questo senso, l'attivismo governativo nel settore bancario cinese si traduce in politiche monetarie che, oltre a trascendere obiettivi confinati alla mera stabilità dei prezzi, sono in grado di mutare rapidamente la direzione dei flussi di credito in conformità con gli obiettivi stabiliti a livello centrale. Ciò è un fattore cruciale non solo per combattere l'epidemia, ma anche per prevenire la recessione.

Per quanto virtuosa nel contrastare episodi emergenziali, la struttura economica della Cina odierna non è esente da criticità. In primo luogo, seppure l'intervento governativo volto a comprimere i tassi di interesse mostri una certa efficacia nel ravvivare l'economia nei momenti di crisi, un uso eccessivo di questo potere derivante dal monopolio del credito potrebbe disincentivare l'accumulazione di risparmio interno sul lungo periodo, soprattutto nella misura in cui l'eventuale rafforzamento dei sistemi pensionistici pubblici, reso necessario dall'invecchiamento della popolazione, affievolirà le tendenze ad accantonare un'elevata quota di risparmio per motivi precauzionali.

Infine, non va sottovalutato che la volontà di preservare, per ragioni prettamente politiche, il pieno impiego all'interno di un contesto depressivo particolarmente severo, potrebbe indurre il governo ad un eccessivo interventismo che andrebbe molto oltre "il mero tentativo di compensare l'insufficiente livello della domanda aggregata nel breve periodo" (Baran, 1980, p. 92). Ciò potrebbe spingere il settore statale ad 'invadere' altri campi, come ad esempio quelli legati all'industria leggera. Pur essendo giustificata allorquando gli investimenti sono carenti a causa di prospettive di profitto non abbastanza attraenti per gli agenti privati, tale invasione potrebbe divenire un deterrente per la loro iniziativa una volta che l'economia sia tornata su un sentiero di crescita. Il conseguente 'deterioramento' del clima competitivo potrebbe così privare l'economia cinese del dinamismo proprio del settore delle imprese esposte alla concorrenza internazionale e che ha rappresentato una delle variabili chiave della straordinaria crescita cinese nell'ultimo quarantennio.

## Bibliografia

- ANBOUND (2020), "ANBOUND's Views on China's Economic Resilience and Elasticity", 23 aprile, disponibile alla URL: <http://www.anbound.my/Section/ArticalView.php?Rnumber=7945&SectionID=1>
- Aziz J. e Dunaway S. (2007), "China's Rebalancing Act", *Finance and Development*, 44 (3), pp. 27-31.
- Baran P. (1980), "La Pianificazione Economica Nazionale", in Mazzocchi G.C. e Scotti E.A. (a cura di), *Conflitto di Classe e Ciclo Economico-Politico* (pp. 79-120), Milano: Vita e Pensiero.
- Barnett S. e Brooks R. (2006), "What's Driving Investment in China?", *IMF Working Paper*, n. WP/06/265, Washington (DC): International Monetary Fund.
- Borst N. e Lardy N.R. (2015), "Maintaining Financial Stability in the People's Republic of China during Financial Liberalization", *PIIE Working Paper Series*, n. WP 15-4, Washington (DC): Peterson Institute for International Economics and Asian Development Bank.
- Camera di Commercio Europea in Cina (2016), "Overcapacity in China: An Impediment to the Party's Reform Agenda", disponibile alla URL: [www.european-chamber.com.cn](http://www.european-chamber.com.cn)
- CBIRC - China Banking and Insurance Regulatory Commission (2020a), "General Office of CBIRC Issues the Notice on Further Improving Financial Services for Epidemic Prevention and Control", 2 febbraio, disponibile alla URL: <https://www.cbirc.gov.cn/en/view/pages/ItemDetail.html?docId=891864&itemId=980>
- CBIRC - China Banking and Insurance Regulatory Commission (2020b), "CBIRC Releases the Notice on Strengthening Financial Services for Coordinated Resumption of Work and Production across the Industrial Chain", 26 marzo, disponibile alla URL: <https://www.cbirc.gov.cn/en/view/pages/ItemDetail.html?docId=895886&itemId=980>
- Chan E. e Zhu H. (2009), "Il Credito Bancario In Cina: Un'analisi dei Dati Statistici", *Bis Quarterly Review*, dicembre, pp. 20-21, disponibile alla URL: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0912x\\_it.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0912x_it.htm)
- Chen H., Li R. e Tillmann R. (2019), "Pushing on a String: State-owned Enterprises and Monetary Policy Transmission in China", *China Economic Review*, 54 (C), pp. 26-40.
- Chen J. (2020a), "More Policies Announced to Boost Economy", *China Daily*, 21 aprile, disponibile alla URL: <https://global.chinadaily.com.cn/a/202004/21/WS5e9e28a1a3105d50a3d1787b.html>
- Chen J. (2020b), "Fiscal Steps Cushioning Growth Blows", *China Daily*, 6 marzo, disponibile alla URL: <https://www.chinadailyasia.com/article/123468>
- Chen J. e Reeves S. (2020), "Nation Sticks with Realistic Monetary Measures", *China Daily*, 5 marzo, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202003/05/WS5e6001b8a31012821727c5ea.html>
- Cheng S. (2020), "Provinces Act to Boost Employment for Graduates", *China Daily*, 16 marzo, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202003/16/WS5e6ee0bea31012821727f500.html>
- China Daily* (2020), "Another Mask Factory Put into Production in Bama", 1 aprile, disponibile alla URL: [http://www.chinadaily.com.cn/m/guangxi/hechi/2020-04/01/content\\_37534865.htm](http://www.chinadaily.com.cn/m/guangxi/hechi/2020-04/01/content_37534865.htm)
- CNPC - China National Petroleum Corporation (2020), "CNPC Puts into Operation of Its New Production Lines for Surgical Masks", 10 marzo, disponibile alla URL: <http://www.cnpc.com.cn/en/nr2020/202003/56047f85fcab4f1aa8adf77206eb0cf7.shtml>
- Consiglio di Stato (2020a), "Premier Stresses Advancing Normal Operation of Market", 13 marzo, disponibile alla URL: [http://english.www.gov.cn/premier/news/202003/13/content\\_WS5e6b938cc6d0c201c2cbe46d.html](http://english.www.gov.cn/premier/news/202003/13/content_WS5e6b938cc6d0c201c2cbe46d.html)
- Consiglio di Stato (2020b), "国务院办公厅关于组织做好疫情防控重点物资生产企业复工复产和调度安排工作的紧急通知" (trad.: "Avviso di emergenza dell'Ufficio Generale del Consiglio di Stato sull'organizzazione della ripresa della produzione e programmazione della produzione di materiale per la prevenzione delle epidemie"), 29 gennaio, disponibile alla URL: [http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-01/30/content\\_5473087.htm?fbclid=IwAR0t8aTabzposMf1KXL51n-KRZ\\_xRc0HKW2q9UFc7Aq-gPmSGYjAoKlkr1E;%20http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-02/22/content\\_5482025.htm?fbclid=IwAR0WUkFELnWgxrFkVlz5HgujzfnRVa8myNod8XuM8jT4hifXPBmkCx358s](http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-01/30/content_5473087.htm?fbclid=IwAR0t8aTabzposMf1KXL51n-KRZ_xRc0HKW2q9UFc7Aq-gPmSGYjAoKlkr1E;%20http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-02/22/content_5482025.htm?fbclid=IwAR0WUkFELnWgxrFkVlz5HgujzfnRVa8myNod8XuM8jT4hifXPBmkCx358s)
- Consiglio di Stato (2020c), "中央应对新型冠状病毒感染肺炎疫情工作领导小组关于在有效防控疫情的同时积极有序推进复工复产的指导意见" (trad.: "Linee guida stabilite dalla leadership del partito riguardo il controllo dei nuovi focolai di infezione da coronavirus, la ripresa del lavoro in modo proattivo e ordinato, la promozione della produzione, prevenzione e controllo efficace dell'epidemia"), 9 aprile, disponibile alla URL: [http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-04/09/content\\_5500698.htm?fbclid=IwAR1xhdfGNIIXFWoJFAhvIC-7V94mevQcsjhj0Ek9BtT02LaUmabKNxGbnbo](http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-04/09/content_5500698.htm?fbclid=IwAR1xhdfGNIIXFWoJFAhvIC-7V94mevQcsjhj0Ek9BtT02LaUmabKNxGbnbo)
- Consiglio di Stato (2020d), "国务院应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制关于印发企事业单位复工复产疫情防控措施指南的通知" (trad.: "Guida alle misure di prevenzione e controllo da parte delle imprese e delle istituzioni per riprendere il lavoro e la produzione"), 22 febbraio, disponibile alla URL: [http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-02/22/content\\_5482025.htm?fbclid=IwAR0i8--RERkjFmWCoRQKcloHJYodLwrhaPGJ6LzvMelv\\_BvDbOil\\_gnb8w](http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-02/22/content_5482025.htm?fbclid=IwAR0i8--RERkjFmWCoRQKcloHJYodLwrhaPGJ6LzvMelv_BvDbOil_gnb8w)

- Dasgupta S. e Lahiri K. (1993), "On the Use of Dispersion Measures from NAPM Surveys in Business Cycle Forecasting", *Journal of Forecasting*, 12 (3-4), pp. 239-251.
- Deng Y., Morck R., Wu J. e Yeung B. (2011), "Monetary and Fiscal Stimuli, Ownership Structure, and China's Housing Market", *NBER Working Paper*, n. 16871, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Ding S., Knight J. e Zhang X. (2019), "Does China Overinvest? Evidence from a Panel of Chinese Firms", *The European Journal of Finance*, 25 (6), pp. 489-507.
- Dollar D. e Wei S.J. (2007), "Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China", *IMF Working Paper*, n. WP/07/9, Washington (DC): International Monetary Fund.
- Dong X.Y. e Putterman L. (2003), "Soft Budget Constraints, Social Burdens, and Labor Redundancy in China's State Industry", *Journal of Comparative Economics*, 31 (1), pp. 110-133.
- Du J., Liu X. e Zhou Y. (2014), "State Advances and Private Retreats? Evidence of Aggregate Productivity Decomposition in China", *China Economic Review*, 31 (C), pp. 459-474.
- Economic Daily* (2020), "今年中国的就业问题需高度警惕" (trad.: "È necessario monitorare attentamente i problemi occupazionali della Cina nell'anno in corso"), 20 aprile.
- Elliott D.J. e Yan K. (2013), *The Chinese Financial System. An Introduction and Overview*, Washington (DC): The John L. Thornton China Center at Brookings.
- Fan F. (2020), "Home Appliance Makers Help Fight Virus", *China Daily*, 25 marzo, disponibile alla URL: <https://global.chinadaily.com.cn/a/202003/25/WS5e7ab86ca310128217281c9b.html>
- Firth M., Lin C. e Wong S.M. (2008), "Leverage and Investment under a State-owned Bank Lending Environment: Evidence from China", *Journal of Corporate Finance*, 14 (5), pp. 642-653.
- FMI – Fondo Monetario Internazionale (2017), *FAD Investment and Capital Stock Database 2017: Estimating Public, Private, and PPP Capital Stocks*, Fiscal Affairs Department, disponibile alla URL: <https://www.imf.org/external/np/fad/publicinvestment/data/info122216.pdf>
- FMI – Fondo Monetario Internazionale (2019), *Investment and Capital Stock Dataset, 1960-2017*, disponibile alla URL: <https://www.imf.org/external/np/fad/publicinvestment/data/data080219.xlsx>
- FMI – Fondo Monetario Internazionale (2020), *World Economic Outlook*, aprile, disponibile alla URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2020/April/English/text.ashx?la=en>
- Fraccascia L., Giannoccaro I. e Albino V. (2018), "Resilience of Complex Systems: State of the Art and Directions for Future Research", *Complexity*, 2018, [3421529], <https://doi.org/10.1155/2018/3421529>.
- Gong G. e Lin J.Y. (2008), "Deflationary Expansion: An Overshooting Perspective to the Recent Business Cycle in China", *China Economic Review*, 19 (1), pp. 1-17.
- He W. e Kyaw N.A. (2018), "Ownership Structure and Investment Decisions of Chinese SOEs", *Research in International Business and Finance*, 43 (C), pp. 48-57.
- Hsieh C.T. e Song M.F. (2016), "Grasp the Large, Let Go of the Small: The Transformation of the State Sector in China", *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, pp. 295-366.
- Huang Y., Lin C., Wang P. e Xu Z. (2020), "Saving China from the Coronavirus and Economic Meltdown: Experiences and Lesson", in Baldwin R., Weder di Mauro B. (a cura di), *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes* (pp. 77-92), Londra: CEPR Press.
- IHS Markit (2020), "Global Manufacturing PMI at 11-Year Low in April As Only China Reports Growth", 5 maggio, disponibile alla URL: <https://ihsmarkit.com/research-analysis/global-manufacturing-pmi-at-11year-low-in-april-as-only-china-reports-growth-May2020.html>
- Jiang X. (2020a), "Regulator Asks Banks to Financially Assist Enterprises", *China Daily*, 13 marzo, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202003/13/WS5e6b2090a31012821727ee99.html>
- Jiang X. (2020b), "PBOC to Boost Key Quotas for Smaller Banks", *China Daily*, 10 aprile, disponibile alla URL: <https://global.chinadaily.com.cn/a/202004/10/WS5e8fb369a3105d50a3d15242.html>
- Jiang X. (2020c), "Reforms for Small Lenders to Deepen", *China Daily*, 23 aprile, disponibile alla URL: <http://www.chinadaily.com.cn/a/202004/23/WS5ea0ea6ea3105d50a3d182ed.html>
- Johansson A.C., Luo D., Rickne J. e Zheng W. (2017), "Government Intervention in the Capital Allocation Process: Excess Employment as an IPO Selection Rule in China", *China Economic Review*, 44 (C), pp. 271-181.
- Kaldor N. (1978), "Causes of the Slow Rate of Growth of the United Kingdom", in *Further Essays on Economic Theory* (pp. 100-138), Londra: Duckworth.
- Kornai J. (1986), "The Soft Budget Constraint", *Kyklos*, 39 (1), pp. 3-30.
- Kou K. e Kroll H. (2017), "Innovation Output and State Ownership: Empirical Evidence from China's Listed Firms", *Fraunhofer ISI Discussion Papers - Innovation Systems and Policy Analysis*, n. 55, Karlsruhe: Fraunhofer ISI.
- Lardy N.R. (2004), "State-owned Banks in China", in Caprio G., Fiechter J.L., Litan R.E., Pomerleano M. (a cura di), *The Future of State-owned Financial Institutions* (pp. 93-122), Washington DC: Brookings Institution Press.
- Lardy N.R. (2019), *The State Strikes Back: The End of Economic Reform in China?*, Washington (DC): Peterson Institute for International Economics.
- Li G. e Zhou H. (2015), "Political Connections and Access to IPO Markets in China", *China Economic Review*, 33, pp. 76-93.

- Lin J.Y., Cai F. e Li Z. (1998), "Competition, Policy Burdens, and State-owned Enterprise Reform", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 88 (2), pp. 422-427.
- Lin J.Y. e Li Z. (2008), "Policy Burden, Privatization and Soft Budget Constraint", *Journal of Comparative Economics*, 36 (1), pp. 90-102.
- Lin J.Y. e Tan G. (1999), "Policy Burdens, Accountability, and the Soft Budget Constraints", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 89 (2), pp. 426-431.
- Lindbeck A. (2007), "János Kornai's Contributions to Economic Analysis", *IFN Working Paper*, n. 724, disponibile alla URL: <http://www.ifn.se/Wfiles/wp/wp724.pdf>
- Liu Q. e Siu A. (2012), "Institutions and Corporate Investment: Evidence from Investment Implied Return on Capital in China", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46 (6), pp. 1831-1863.
- Liu Z. (2020), "State Pharma Firms Step into Curb Spread of Deadly Pathogens", *China Daily*, 2 aprile, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202002/04/WS5e38bf5fa31012821727498a.html>
- Lo C. (2019), "Demystifying China's Local Government Debt", *Investors' corner: the official blog of BNP Paribas Asset Management*, 20 dicembre, disponibile alla URL: <https://investors-corner.bnpparibas-am.com/investing/chinas-local-government-debt/>
- Lu K. (2012), "The Chongqing Model Worked", *Foreign Policy*, 8 agosto, disponibile alla URL: <https://foreignpolicy.com/2012/08/08/the-chongqing-model-worked/>
- NDRC – National Development and Reform Commission (2020), "关于推进"上云用数赋智"行动 培育新经济发展实施方案" (trad.: "Linee guida per lo sviluppo della nuova economia, la promozione della tecnologia, e piano di attuazione"), 7 aprile, disponibile alla URL: [https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/ztl/fkyqfgwzxdzt/fkgjdt/fgfc/202004/t20200410\\_1225542.html](https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/ztl/fkyqfgwzxdzt/fkgjdt/fgfc/202004/t20200410_1225542.html)
- NBS – National Bureau of Statistics of China (2020a), "Decline of Major Economic Indicators Significantly Narrowed Down in March", 17 aprile, disponibile alla URL: [http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202004/t20200417\\_1739339.html](http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202004/t20200417_1739339.html)
- NBS – National Bureau of Statistics of China (2020b), "Industrial Profits Decreased 38.3 Percent in the First Two Months of 2020", 30 marzo, disponibile alla URL: [http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202003/t20200330\\_1735482.html](http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202003/t20200330_1735482.html)
- NBS – National Bureau of Statistics of China (2020c), "National Economy Withstood the Impact of COVID-19 in the First Two Months", 16 marzo, disponibile alla URL: [http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202003/t20200316\\_1732244.html](http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202003/t20200316_1732244.html)
- OMS – Organizzazione Mondiale della Sanità (2020), "Press Conference of WHO-China Joint Mission on COVID-19", 24 febbraio, disponibile alla URL: [https://www.who.int/docs/default-source/coronaviruse/transcripts/joint-mission-press-conference-script-english-final.pdf?sfvrsn=51c90b9e\\_2](https://www.who.int/docs/default-source/coronaviruse/transcripts/joint-mission-press-conference-script-english-final.pdf?sfvrsn=51c90b9e_2)
- PBC – People's Bank of China (2020a), "Transcript of Press Conference of the State Council's Joint Prevention and Control Mechanism for the Novel Coronavirus Pneumonia Outbreak", 19 marzo, disponibile alla URL: [http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/3995557/3991466/index.html?fbclid=IwAR2XQrAkHThIlaMEDNBIK nODwo8xNhc0fVq0LNGVKPDkdUx5D\\_SVxFW93tA](http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/3995557/3991466/index.html?fbclid=IwAR2XQrAkHThIlaMEDNBIK nODwo8xNhc0fVq0LNGVKPDkdUx5D_SVxFW93tA)
- PBC – People's Bank of China (2020b), "人民银行召开电视电话会议部署专项再贷款支持疫情防控工作" (trad.: "La Banca centrale cinese ha tenuto una videoconferenza riguardo il sostegno di misure volte alla prevenzione e controllo delle epidemie"), 2 febbraio, disponibile alla URL: <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3969065/index.html>
- PBC – People's Bank of China (2020c), "Deputy Governor Liu Guoqiang Attends the Press Conference on Expanding Local Government Special Bonds and Enhancing Support for MSMEs with Inclusive Finance", 10 aprile, disponibile alla URL: [http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/3995557/4005082/index.html?fbclid=IwAR06tgtgYkEoLlxQkPpLyB0w0tUmrlD1Kh\\_l6zOuRj7gmMynqCXtdaiAb0](http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/3995557/4005082/index.html?fbclid=IwAR06tgtgYkEoLlxQkPpLyB0w0tUmrlD1Kh_l6zOuRj7gmMynqCXtdaiAb0)
- PBC – People's Bank of China (2020d), "PBC Official: Targeted RRR Cuts for Small and Medium-sized Banks to Support Growth of the Real Economy", 7 aprile, disponibile alla URL: [http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/3995557/4004637/index.html?fbclid=IwAR22Xxf74DgLei7GS56HFH lhr8uQV2\\_H5enjaddan-KFYuatQ4wNYvf4B1Y](http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/3995557/4004637/index.html?fbclid=IwAR22Xxf74DgLei7GS56HFH lhr8uQV2_H5enjaddan-KFYuatQ4wNYvf4B1Y)
- PBC – People's Bank of China (2020e), "增加地方政府专项债规模和强化对中小微企业普惠性金融支持有关情况发布会实录" (trad.: "Trascrizione della conferenza stampa riguardante l'aumento dell'emissione delle obbligazioni speciali dei governi locali e il potenziamento del supporto finanziario per le micro, piccole e medie imprese"), 3 aprile, disponibile alla URL: <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4002107/index.html>
- PBC – People's Bank of China (2020f), "Credit Support for the Real Economy Is Better Targeted and More Effective", 22 aprile, disponibile alla URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4012124/index.html>
- PBC – People's Bank of China (2020g), "2020年第一季度金融统计数据新闻发布会文字实录" (trad.: "Trascrizione della conferenza stampa della presentazione delle statistiche finanziarie del primo trimestre 2020"), 10 aprile, disponibile alla URL: <http://www.pbc.gov.cn/rmyh/3963412/3963426/4005810/index.html>

- PBC – People’s Bank of China (2020h), “Well Leveraging Financial Support Policies to Bolster Pandemic Containment and Economic and Social Development”, 22 maggio, disponibile alla URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4027496/index.html>
- PBC – People’s Bank of China (2020i), “Official from PBC Statistics and Analysis Department Answers Questions from Financial News on April Financial Statistics”, 16 maggio, disponibile alla URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4024519/index.html>
- PBC – People’s Bank of China (2020j), “Statistical Report on Credit Structure of Financial Institutions (Q1-2020)”, disponibile alla URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688978/3709143/4015220/2020042810372552262.pdf>
- Perelman M. (2003), *The Perverse Economy. The Impact of Markets on People and the Environment*, New York: Palgrave Macmillan.
- Perotti E.C., Sun L. e Zou L. (1999), “State-owned versus Township and Village Enterprises in China”, *Comparative Economic Studies*, 41 (2-3), pp. 151-179.
- Qi H. e Kotz D.M. (2020), “The Impact of State-Owned Enterprises on China’s Economic Growth”, *Review of Radical Political Economics*, vol. 52 n. 1, pp. 96-114.
- Rapoport A. e Gerts A. (2010), “The Global Economic Crisis of 2008-2009”, *Problems of Economic Transition*, 53 (6), pp. 45-62.
- Riedel J., Jin J. e Gao J. (2007), *How China Grows: Investment, Finance and Reform*, Princeton: Princeton University Press.
- Rodrik D. (2020). “Making the Best of a Post-Pandemic World”, *Project Syndicate*, 12 maggio, disponibile alla URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/three-trends-shaping-post-pandemic-global-economy-by-dani-rodrik-2020-05>
- Röller L.H. e Zhang Z. (2005), “Bundling of Social and Private Goods and the Soft Budget Constraint Problem”, *Journal of Comparative Economics*, 33 (1), pp. 47-58.
- SASAC – State-owned Assets Supervision and Administration Commission (2020), “CNPC Develops Mask Production Lines, Makes over 5.5 Million Masks”, 31 marzo, disponibile alla URL: [http://en.sasac.gov.cn/2020/03/31/c\\_4390.htm](http://en.sasac.gov.cn/2020/03/31/c_4390.htm)
- Shen J., Firth M. e Poon W.P.H. (2016), “Credit Expansion, Corporate Finance and Overinvestment: Recent Evidence from China”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 39 (C), pp. 16-27.
- Tan Y., Ji Y. e Huang Y. (2016), “Completing China’s Interest Rate Liberalization”, *China & World Economy*, 24 (2), pp. 1-22.
- Wen Y. e Wu J. (2014), “Withstanding Great Recession like China”, *FRB of St. Louis Working Paper*, n. 2014-007A, St. Louis (MO): Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Wong C. (2011), “The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China”, *OECD Journal on Budgeting*, 11 (3), pp. 1-22.
- Xinhua (2020a), “China’s Central SOEs Expect Big Rise in Output of Mask Fabrics”, 6 aprile, disponibile alla URL: [http://www.xinhuanet.com/english/2020-04/06/c\\_138951376.htm](http://www.xinhuanet.com/english/2020-04/06/c_138951376.htm)
- Xinhua (2020b), “China Moves to Ease Liquidity Crunch Facing Real Sector, Small Firms”, 13 aprile, disponibile alla URL: <https://global.chinadaily.com.cn/a/202004/13/WS5e94014ba3105d50a3d15cd7.htm>
- Xinhua (2020c), “China Expedites Issuance of Govt Special Bonds to Fund Infrastructure Projects”, 3 aprile, disponibile alla URL: [http://www.xinhuanet.com/english/2020-04/03/c\\_138944267.htm](http://www.xinhuanet.com/english/2020-04/03/c_138944267.htm)
- Xinhua (2020d), “China to Step up Financial Support for SMEs, Increase Effective Investment”, 31 marzo, disponibile alla URL: [http://www.xinhuanet.com/english/2020-03/31/c\\_138935580.htm](http://www.xinhuanet.com/english/2020-03/31/c_138935580.htm)
- Xinhua (2020e), “China’s Property Loan Growth Slows Further”, 2 maggio, disponibile alla URL: [http://www.xinhuanet.com/english/2020-05/02/c\\_139025569.htm](http://www.xinhuanet.com/english/2020-05/02/c_139025569.htm)
- Xinhua (2020f), “China to Expand Effective Investment”, 23 maggio, disponibile alla URL: [http://english.www.gov.cn/premier/news/202005/22/content\\_WS5ec73140c6d0b3f0e949834a.html](http://english.www.gov.cn/premier/news/202005/22/content_WS5ec73140c6d0b3f0e949834a.html)
- Xinhua (2020g), “China’s Prudent Monetary Policy to Be More Flexible, Appropriate”, 22 maggio, disponibile alla URL: [http://www.xinhuanet.com/english/2020-05/22/c\\_139078243.htm](http://www.xinhuanet.com/english/2020-05/22/c_139078243.htm)
- Xu L.C., Zhu T. e Lin Y. (2005), “Politician Control, Agency Problems and Ownership Reform”, *The Economics of Transition*, 13 (1), pp. 1-24.
- Xu Q., Yuxy D. e Zhong Y. (2020), “2020年GDP目标如何定?” (trad.: “Come stabilire il tasso di crescita del PIL per il 2020?”), Institute of World Economics and Politics (CASS), disponibile alla URL: [https://mp.weixin.qq.com/s/JnJMYpaUmhkD9\\_qzYJlrjQ?fbclid=IwAR2-JUMn-00RMYAwypVuknDG0503M6s-DWHAry4bz5uySlShBdHtqBBJg](https://mp.weixin.qq.com/s/JnJMYpaUmhkD9_qzYJlrjQ?fbclid=IwAR2-JUMn-00RMYAwypVuknDG0503M6s-DWHAry4bz5uySlShBdHtqBBJg)
- Yu C. (2020), “State Firms Ramp up Medical Gear Manufacture”, *China Daily*, 26 marzo, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202003/26/WS5e7c1490a310128217282282.html>
- Yu H. (2014), “The Ascendency of State-owned Enterprises in China: Development, Controversy and Problem”, *Journal of Contemporary China*, 23 (85), pp. 161-182.
- Zhang M. e Tan X. (2015), “Vanishing of China’s Twin Surpluses and Its Policy Implications”, *China & World Economy*, 23 (1), pp. 101-120.

- Zhang N. (2020), "Big SOEs' Help Handy in Hour of Need", *China Daily*, 2 febbraio, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202002/04/WS5e38a94ca310128217274907.html>
- Zhang Y. (2020), "China to Roll out Mix of Fiscal, Financial Policies to Vigorously Meet Challenges", Consiglio di Stato, 1 aprile, disponibile alla URL: [http://english.www.gov.cn/premier/news/202004/01/content\\_WS5e836a5fc6d0c201c2cbfe4c.html](http://english.www.gov.cn/premier/news/202004/01/content_WS5e836a5fc6d0c201c2cbfe4c.html)
- Zhao S. (2009), "Government Policies and Private Enterprise Development in China: 2003–2006", *China & World Economy*, 17 (4), pp. 36-52.
- Zhao S. (2020a), "SOEs to Produce 70-ton Mask Material per Day", *China Daily*, 31 marzo, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202003/31/WS5e82f68ea3101282172835b4.html>
- Zhao S. (2020b), "High-speed Mask Production Line Put into Operation", *China Daily*, 19 marzo, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202003/19/WS5e730c9fa3101282172806fb.html>
- Zhao S. (2020c), "Central SOEs Go All-out in Fight Against Epidemic", *China Daily*, 2 febbraio, disponibile alla URL: <https://global.chinadaily.com.cn/a/202002/05/WS5e3a4f49a31012821727516b.html>
- Zhao Y., Zhang H. (2020), "Nation to Streamline Public Health Emergency Mechanism", *Global Times*, 22 maggio, disponibile alla URL: <https://www.globaltimes.cn/content/1189144.shtml>
- Zheng X. (2020), "Sinopec Sets up Production Lines for Protective Mask Materials", *China Daily*, 9 marzo, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202003/09/WS5e65eef8a31012821727d898.html>
- Zhong N. (2020a), "Big SOEs' Help Handy in hour of Need", *China Daily*, 4 aprile, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202002/04/WS5e38a94ca310128217274907.html>
- Zhong N. (2020b), "Diversified Approach to Reap Rewards for State-owned Firms", *China Daily*, 17 marzo, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202003/17/WS5e703daaa31012821727fb4b.html>
- Zhong N. (2020c), "SOEs to Create More Job Opportunities for College Graduates", *China Daily*, 16 marzo, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202003/16/WS5e6f41dba31012821727f791.html>
- Zhong N. e Zheng Y. (2020), "SOEs Give Corporate Edge to Virus Combat", *China Daily*, 30 marzo, disponibile alla URL: <https://www.chinadaily.com.cn/a/202003/30/WS5e8152eea310128217282eb1.html>