



OSSERVATORIO DI POLITICA INTERNAZIONALE

Prospettive commerciali e tenuta del sistema bancario e finanziario nella Repubblica Popolare Cinese

n. 55 - maggio 2012

Approfondimenti

a cura di T.wai (Torino World Affairs Institute)

“PROSPETTIVE COMMERCIALI E TENUTA DEL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO NELLA REPUBBLICA POPOLARE CINESE”

A cura di Giovanni Andornino e Giuseppe Gabusi*

* Giovanni Andornino è ricercatore e docente di Relazioni Internazionali dell'Asia orientale presso il Dipartimento di Culture, Politica e Società dell'Università di Torino, dove coordina l'unità di lavoro TOChina. È Vice Presidente di T.wai e Direttore del mensile *OrizzonteCina*; attualmente è Visiting Associate presso il China Research Centre della University of Technology Sydney.

Giuseppe Gabusi è docente di International Political Economy e Political Economy dell'Asia orientale presso l'Università di Torino e di Regional Studies presso l'Università Cattolica di Milano. È Head of Research per l'area “Attori Emergenti” presso T.wai e Redattore capo del mensile *OrizzonteCina*.

Nel quadro della cura congiunta del presente Rapporto, Giovanni Andornino ha redatto in particolare Introduzione e sezione 1, Giuseppe Gabusi ha redatto la sezione 2.

Sommario

Introduzione.....	3
1. Italia e RPC: struttura e prospettive dei flussi commerciali e di investimento.....	5
1.1 Competizione asimmetrica tra Italia e RPC.....	5
1.2 Asincronia delle opportunità nell’interscambio italo-cinese.....	7
1.3 Prospettive per le relazioni economiche bilaterali dopo la crisi.....	10
2. Fisionomia e resilienza del sistema bancario e finanziario della RPC.....	13
2.1 Breve storia del sistema bancario e finanziario dal 1979.....	13
2.2 Struttura e criticità del sistema bancario cinese.....	15
2.3 Lo sviluppo dei mercati finanziari nella RPC.....	22
2.4 L’internazionalizzazione del renminbi e il rischio delle “crisi gemelle”.....	24
Considerazioni conclusive e di policy.....	26
Indice degli acronimi.....	30
Indice delle figure.....	32

Introduzione

Il ciclo di crisi finanziarie ed economiche che dal 2008 interessa l'intera economia globale – compromettendo in particolare il quadro macroeconomico statunitense ed europeo – ha impresso una forte accelerazione al processo di ristrutturazione del sistema internazionale già avviatosi sin dagli anni '90 del secolo scorso. In un contesto che vede affermarsi le economie dei paesi c.d. emergenti come principali motori di un'ancor fragile crescita globale, l'attore che spicca maggiormente è la Repubblica Popolare Cinese (RPC).¹ Tale centralità non si motiva soltanto in ragione dell'ineguagliata dinamica di crescita economica su vasta scala stimolata e governata dalle autorità di Pechino negli ultimi trent'anni, ma anche – e forse soprattutto – per l'intensità dell'interdipendenza che nell'età della globalizzazione si è venuta a creare nei rapporti economici tra questo paese e le tre principali economie mondiali: Stati Uniti, Unione Europea e Giappone.

Dal dicembre 1978, quando il terzo Plenum dell'11° Comitato Centrale del Partito Comunista Cinese (PCC) sancì la chiusura della fase maoista e il re-indirizzamento della RPC lungo una traiettoria detta di “Riforme e apertura” (*gaige kaifang* 改革开放), la leadership cinese ha concepito l'integrazione della RPC nell'economia globale come essenziale vettore per uno sviluppo accelerato. Tale strategia rispondeva sia a logiche di politica interna – consentendo al Partito di sostituire l'ormai logoro richiamo all'ideologia quale fonte di legittimazione per il proprio monopolio del potere con la promessa di un concreto e rapido accesso al benessere materiale –, sia a esigenze di sicurezza nazionale, essendosi la Cina ritrovata agli albori degli anni '80 del secolo scorso in una posizione di grave arretratezza soprattutto rispetto a competitor regionali quali Giappone, Corea del Sud, e persino Taiwan.

Secondo la ratio propria del mercato globale, le autorità cinesi hanno posizionato la RPC facendo leva sui vantaggi comparati che il paese poteva vantare, in particolare l'accesso ad abbondanti riserve di forza lavoro a basso costo (ma relativamente meglio istruita che altrove) e la disponibilità di un quadro normativo particolarmente flessibile, non impermeabile anche a pratiche di dumping sociale e ambientale. Successive riforme hanno integrato l'economia privata in quello che sin dal 1° Piano Quinquennale (1953) era stato un tessuto economico interamente dominato dallo Stato secondo i dettami del socialismo reale, configurando oggi un'“economia socialista di mercato con caratteristiche cinesi” in cui gli operatori privati sono una

¹ La Repubblica Popolare Cinese comprende l'intero territorio della Cina continentale; le Regioni Autonome Speciali di Hong Kong e Macao, pur sotto la sovranità di Pechino, godono di speciali autonomie e i dati relativi alle rispettive economie sono disaggregati da quelli dell'economia della RPC nelle statistiche internazionali; l'isola di Taiwan è riconosciuta parte di un'unica Cina (l'essenza della “*One China policy*”, su cui si fonda l'attuale equilibrio nell'area) ed è rivendicata dal governo di Pechino, ma sostanzialmente costituisce un paese sovrano, rispetto al quale le istituzioni economiche internazionali riportano dati sotto varie diciture (le più usuali sono “Taiwan, China” o “Taipei cinese”). In questo testo il termine “Cina” è utilizzato in senso restrittivo come sinonimo di Repubblica Popolare Cinese; trattandosi di un lavoro di carattere economico, i dati riportati non includono Hong Kong e Macao salvo quando espressamente indicato.

componente essenziale, secondo il dettato della Costituzione della RPC dopo la revisione del 1999. Al momento, si stima che circa la metà del PIL cinese sia generata da imprese non controllate direttamente dallo Stato (era il 15% circa a inizio 1999).

Nell'arco degli anni '80 e '90 del secolo scorso, la RPC si è quindi affermata come piattaforma produttiva di rilievo globale: l'accesso all'Organizzazione Mondiale del Commercio nel 2001 ha sancito definitivamente l'avvenuta integrazione dell'economia cinese nel commercio internazionale, agevolando il raggiungimento del primato come maggior paese esportatore al mondo nel 2010 (superando la Germania) e lo status di seconda economia del pianeta in termini aggregati con un PIL pari a oltre 6.000 miliardi di dollari USA (USD) nel 2011, davanti a quello giapponese.

Nell'attuale contesto di crisi, tuttavia, la sostenibilità del modello di sviluppo abbracciato dalla dirigenza cinese sin qui – sintetizzabile in una forte vocazione manifatturiera orientata alle esportazioni, cui si associa un'insistente repressione dei consumi interni a favore della spesa in investimenti – appare compromessa. I forti squilibri nella bilancia commerciale della RPC con i principali partner, a partire dagli Stati Uniti, rendono Pechino oggetto di pressioni crescenti, mentre si fa strada nella leadership cinese la consapevolezza dei pericoli insiti in un'eccessiva dipendenza dalle importazioni dall'estero, soprattutto quando i fondamentali mercati europei e statunitense versano in condizioni di perdurante debolezza. Al contempo, le crescenti disuguaglianze registrate nella società cinese – che presenta un coefficiente Gini stimato intorno a 0,5 su una scala da 0 a 1, vicino a tassi sudamericani² – accentua i rischi posti dal diffondersi di un senso di povertà relativa presso una popolazione già alienata dalla corruzione dilagante in ampi settori del PCC. La necessità di preservare la stabilità del quadro politico e socio-economico interno e internazionale impone alla leadership cinese di cercare una nuova formula di sviluppo, come ben illustrato nello studio *China 2030*, pubblicato a inizio 2012 dalla Banca Mondiale insieme con il Development Research Center del Consiglio degli Affari di Stato della RPC³.

Il 12° Programma Quinquennale⁴ – varato da Pechino nella primavera del 2011 e in vigore sino al 2015 – indica le direttrici per perseguire questo obiettivo. Tra gli altri,

² Il coefficiente Gini è un indicatore utilizzato per misurare il tasso di disuguaglianza all'interno di una società: il valore 0 individua una società perfettamente egalitaria, il valore 1 l'opposto. Tra il 1978 e il 2000 la RPC è passata dalla sostanziale "uguaglianza al ribasso" realizzata dal regime maoista a un valore pari a 0,41. Non sono stati resi noti i dati relativi agli anni successivi, ma analisti qualificati fissano intorno a 0,5 il coefficiente per il 2010. Ciò che differenzia il caso cinese da quelli di paesi africani e latinoamericani è il notevole miglioramento delle condizioni di reddito della fascia più povera della popolazione, sicché la disuguaglianza in Cina appare più il frutto della maggior capacità dei cittadini abbienti di trarre vantaggio dallo sviluppo del paese, che non un caso di arricchimento di un segmento della società a discapito di un altro.

³ V. *infra*, nota n. 35.

⁴ Dall'inizio dello scorso decennio, la denominazione di quelli che erano i "Piani" quinquennali è stata mutata in "Programmi", a indicare il valore di indirizzo – e non già di amministrazione operativa – di tali strumenti di policy. Con ciò non si vuole attribuire ai testi intenti meramente declamatori: essi restano le matrici più autorevoli delle strategie di politica economica di Pechino. Con l'ampia autonomia che hanno accumulato negli anni, tuttavia, sono poi le singole Province cinesi ad attuare le indicazioni contenute nei Programmi quinquennali, perseguendo gli obiettivi fissati a livello nazionale alla luce delle condizioni socio-economiche, ambientali e infrastrutturali proprie delle varie località.

esso focalizza i settori bancario e finanziario, del commercio e degli investimenti all'estero quali oggetti prioritari di riforma all'indomani dell'insediamento della nuova leadership della RPC dopo il 18° Congresso del PCC, previsto per l'autunno prossimo.

1. Italia e RPC: struttura e prospettive dei flussi commerciali e di investimento

L'interazione bilaterale tra Italia e Repubblica Popolare Cinese in campo economico è resa peculiare da tre fattori fondamentali e due dinamiche specifiche. I primi sono costituiti dalla presenza – tanto nell'economia cinese quanto in quella italiana – di un forte settore manifatturiero, di una spiccata dipendenza dall'export, e di una diffusa concentrazione su produzioni a contenuto tecnologico relativamente modesto. Le dinamiche che si sono sviluppate su questi fondamentali possono essere definite come di *competizione asimmetrica e asincronia delle opportunità*.

1.1 Competizione asimmetrica tra Italia e RPC

Se nell'arco degli ultimi vent'anni la Cina è notoriamente divenuta la "fabbrica del mondo", con un'incidenza del settore manifatturiero sul PIL pari al 34% secondo i rilevamenti statistici 2009 della Banca Mondiale, meno diffusa è la consapevolezza che anche l'Italia mantiene un'analogha vocazione: il 16% del valore aggiunto sul totale del PIL italiano è di origine manifatturiera, la seconda percentuale più alta tra le economie europee più avanzate dopo la Germania (19%). Questa produzione gioca un ruolo fondamentale nell'export italiano: se l'export manifatturiero cinese ha superato quello tedesco per ottenere il primato mondiale nel 2009 (9,6% sul totale), l'Italia rimane in settima posizione (3,2%) e si conferma nel 2010 il terzo paese europeo per esportazioni extra-UE complessive con il 10,7% del totale dell'Unione.⁵ Per la grande maggioranza, non si tratta di esportazioni ad alto contenuto tecnologico: nel 2009 soltanto l'8% dell'export italiano poteva essere così qualificato, una proporzione eccezionalmente piccola rispetto alla media dei paesi OCSE, e appena la metà rispetto al 16% della produzione manifatturiera tedesca.⁶ L'Italia ha infatti seguito una traiettoria anomala tra i paesi avanzati nell'ultimo trentennio: anziché facilitare una transizione verso nuove produzioni ad alta intensità di tecnologia e capitale umano mediante investimenti in ricerca e sviluppo, l'economia nazionale ha per lo più continuato a specializzarsi nei settori merceologici tradizionali. Le stesse medie imprese, accreditate tra le forze più promettenti dell'economia italiana fatturano ed

⁵ Dati Eurostat e Organizzazione Mondiale per il Commercio (si veda Comunicato stampa 598 del 26 marzo 2010). Germania (28,1%) e Francia (11,4%) sono i due principali esportatori. Nel quinquennio 2005-2010 l'Italia ha fatto registrare un arretramento relativo, passando dall'11,4% al 10,7% sul totale delle esportazioni extra-UE, pur essendo il valore assoluto di tale export cresciuto da 108,47 a 144,33 miliardi di euro nel medesimo periodo. Dati ISTAT relativi al 2009 sottolineano come nelle imprese manifatturiere esportatrici si concentri il 77,0% del valore aggiunto del totale del settore manifatturiero.

⁶ Dati Banca Mondiale. Per prodotti manifatturieri ad alto contenuto tecnologico si intendono beni ad alta intensità di ricerca e sviluppo, generati in settori quali aerospazio, informatica, farmaceutico, elettronica.

esportano quote minime nei settori *high tech*.⁷

Dati simili presupposti, era inevitabile l'instaurarsi di una precoce dinamica competitiva, con conseguente spiazzamento delle imprese italiane. L'inizio della proiezione della RPC sui mercati globali all'indomani del processo di liberalizzazione dell'economia nazionale – avviato nel 1984 e culminato con le riforme introdotte per ottenere l'ingresso nell'Organizzazione Mondiale del Commercio (2001) – ha radicalmente mutato le dinamiche commerciali globali, a partire proprio da settori ad alta intensità di manodopera poco specializzata. L'impatto, aggiuntosi a ritardi già accumulati nella struttura economica italiana, ha significato un netto calo prima del valore (anni '90) e poi dei volumi (prima metà anni '2000) delle esportazioni manifatturiere italiane. Osservando i dati ISTAT, si coglie come la pressione dell'export cinese sia stata percepita in tutto l'arco dei settori portanti della produzione italiana: tra il 2001 e il 2010 la quota di mercato italiana del settore tessile è calata dall'8,70% al 6,62% (a fronte di una crescita cinese dal 18,62% al 36,74%), in quello del mobilio è scesa dal 14,71% all'8,78% (contro un incremento cinese dal 7,82% al 28,32%), in quello della meccanica è passata dal 6,97 al 6,33 (rispetto all'aumento cinese dal 3,92 all'11,02).⁸ Nel complesso, la pressione concorrenziale delle merci cinesi è significativa in tutti i mercati della zona OCSE e in quelli dei paesi emergenti, l'insieme dei quali costituisce la destinazione di circa l'85% delle esportazioni italiane.

Come la letteratura specialistica – e il dibattito pubblico – hanno ampiamente sottolineato, questa dinamica competitiva è caratterizzata da una asimmetria strutturale. Gli elementi che la costituiscono sono molteplici e spaziano dalla diversa flessibilità della politica monetaria alla struttura dei vantaggi comparati nella produzione, e alla governance delle imprese.

Mentre lo statuto della Banca Centrale Europea (BCE) – da cui dipende la valuta condivisa dall'Italia con le altre 16 economie dell'eurozona – vincola espressamente la BCE alla tutela della stabilità dei prezzi, la banca centrale della RPC (*People's Bank of China*, PBOC) ha margini d'azione ben più ampi, seppur circoscritti dalle scelte governative di politica economica. L'export cinese, in particolare, ha potuto trarre vantaggio da una prolungata strategia di sottovalutazione della valuta nazionale, il *renminbi* (RMB) che è stata ammorbidita solo tra il 2005 e il 2008 e poi ulteriormente a partire dal giugno 2010, consentendo alla moneta di fluttuare, sebbene entro margini limitati. Tale apprezzamento, peraltro, non è avvenuto in egual misura nei riguardi di tutte le valute: mentre il valore del RMB rispetto al USD è cresciuto del 21% circa nel periodo 2005-2008 e di un ulteriore 6% tra giugno 2010 e agosto 2011, in rapporto all'euro (EUR) si è assistito inizialmente a un apprezzamento più contenuto (15% circa tra 2005 e 2008) e addirittura a un deprezzamento tra giugno 2010 e inizio novembre 2011 (-2,7%), pur nel pieno della crisi dell'eurozona.⁹

⁷ Ufficio Studi Mediobanca e Centro Studi Unioncamere, "Le medie imprese industriali italiane (1998-2007)", Roma e Milano, 2010, p. XVIII.

⁸ ISTAT, *Commercio estero e attività internazionali delle imprese. Annuario 2010*, Roma, 2011.

⁹ Dati ricavati dalla sezione statistica del sito web della Banca Centrale Europea (<http://www.ecb.int/stats/html/index.en.html>).

Quanto alla struttura della produzione e alla governance delle imprese, l'asimmetria rispetto al contesto italiano è determinata da diversi fattori. I dati più evidenti riguardano il costo della manodopera poco specializzata, inevitabilmente di molto inferiore in Cina rispetto a quanto può accadere in Italia, e l'efficacia del quadro normativo, nella RPC non impermeabile a fenomeni di dumping.¹⁰ Significativo, poi, – soprattutto rispetto alla capacità di penetrare i mercati emergenti, più complessi rispetto ai paesi OCSE – è l'aspetto dimensionale: nel caso delle imprese italiane, la cui dimensione media è di soli 3,9 addetti, esse sono per il 94,8% rappresentate da micro-imprese (con meno di 10 addetti), una proporzione assai maggiore rispetto alle altre economie avanzate.¹¹ Sebbene scarseggino dati comparabili nel caso della RPC, è ragionevole presumere una dimensione media dell'impresa cinese ben maggiore. A ciò si aggiunge la presenza nell'economia cinese di numerose grandi imprese (scarsissime nel tessuto economico italiano), di cui svariate in mano pubblica: sebbene solo pochi dei 125 grandi gruppi controllati dal Partito-Stato cinese incidano formalmente su settori produttivi strategici per l'Italia, la loro peculiare struttura di proprietà copre una varietà di società sussidiarie che operano nei campi più diversi. Proprio la perdurante presenza dell'attore pubblico nell'economia cinese – il cui peso complessivo è stimato tra il 40% e il 50% del PIL – costituisce un ulteriore elemento di asimmetria tra Cina e Italia: il livello di commistione tra management delle società pubbliche e leadership politica, insieme con le cospicue facilitazioni fiscali e nell'accesso al credito, conferiscono a queste imprese un notevole vantaggio competitivo.

1.2 Asincronia delle opportunità nell'interscambio italo-cinese

Da questi dati strutturali discendono conseguenze che hanno influito sulla competizione tra i due paesi, generando particolari fenomeni di asincronia delle opportunità rispetto all'interscambio commerciale e ai flussi di investimento bilaterali. Tale dinamica può essere colta appieno osservando la transizione che l'economia cinese sta sperimentando nel contesto globale: dopo una fase di centralità manifatturiera orientata all'export, finanziata da cospicui investimenti internazionali e imperniata su produzioni a basso valore aggiunto o assemblaggio di semilavorati d'importazione (1984-2008), la crisi finanziaria globale ha accelerato un aggiustamento strutturale dell'economia della RPC destinato a far lievitare i consumi interni, accrescere il valore del capitale umano e generare flussi di investimenti sull'estero.

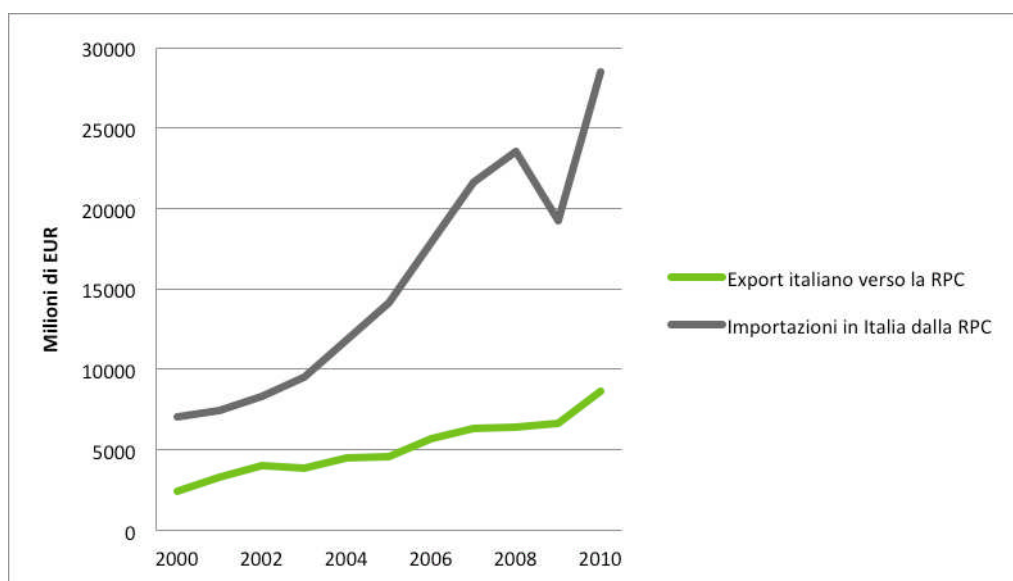
Per l'Italia il primo periodo ha visto un sostanziale differimento delle opportunità, a fronte dei vantaggi di scala e di prezzo su cui l'economia cinese ha capitalizzato. Oltre allo spiazzamento delle imprese italiane sui principali mercati, l'aspetto più evidente è lo squilibrio nella bilancia commerciale bilaterale, che presenta un divario crescente dallo scorso decennio (Figura 1). Nel 2010 il saldo commerciale è risultato passivo per oltre 17 miliardi di euro a sfavore dell'Italia, con un trend che non pare destinato a

¹⁰ Per ottenere l'accesso all'OMC, la RPC ha accettato che la propria ammissione fosse vincolata a una serie di disposizioni speciali, incluso il mancato riconoscimento dello status di economia di mercato sino al 2016. Questa condizione consente maggiori margini di manovra agli altri paesi in caso di contenzioso commerciale dinnanzi agli organi arbitrali dell'OMC.

¹¹ Dati ISTAT relativi all'anno 2009, pubblicati nel mese di ottobre 2011.

correzioni significative nonostante le dichiarazioni d'intenti delle due parti.¹²

Figura 1. Andamento dell'interscambio commerciale Italia-RPC



Fonte: elaborazione su dati ISTAT, Data warehouse commercio estero (i dati relativi agli anni 2010 e 2011 sono indicati come provvisori).

L'Italia in parte non ha potuto – e in parte non ha saputo – trarre vantaggio appieno dalle opportunità offerte dall'economia cinese in questo contesto. L'asincronia è stata resa inevitabile dal fatto che settori determinanti dell'economia nazionale – specializzati nella produzione ed export dei beni di consumo noti come *Made in Italy* – non sono stati in grado di trovare uno sbocco significativo in un mercato ancora modesto in fatto di dimensioni e acerbo quanto a stili di consumo. Nel 2010 la RPC¹³ – destinataria di un già modesto 2,54% dell'export complessivo italiano (Figura 2) – intercettava soltanto l'1,63% del totale delle esportazioni di *Made in Italy* nel mondo. Se, in media, il *Made in Italy* ha contribuito per il 40,46% dell'export globale italiano nel 2010, nel caso delle esportazioni destinate alla RPC il peso percentuale sul totale è stato del 26,02%.¹⁴ Pertanto, mentre l'Italia è divenuta il

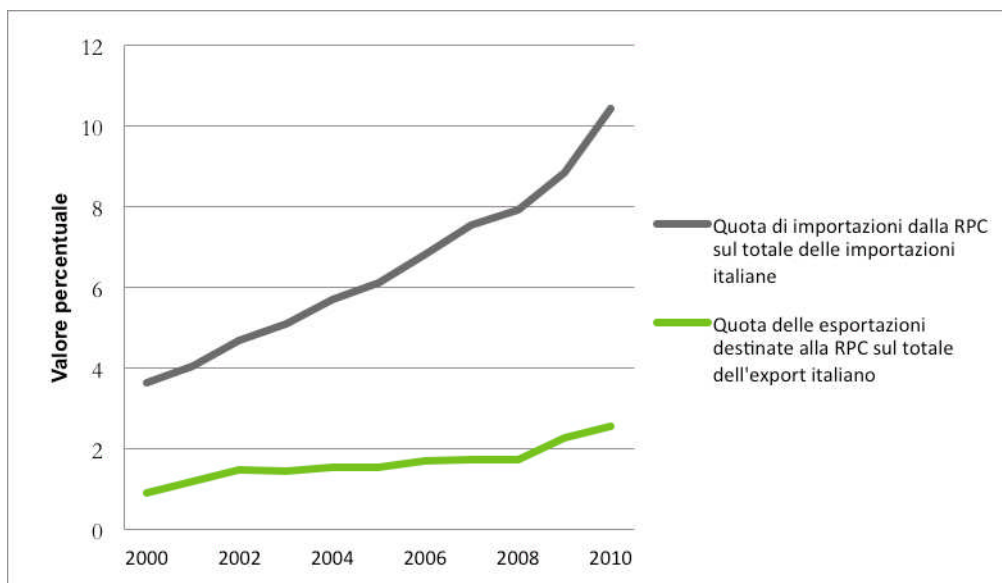
¹² In occasione della visita del Premier cinese Wen Jiabao in Italia nell'ottobre 2010, le due parti hanno siglato un Piano d'azione triennale (2011-2013), ribadendo "lo sforzo congiunto dei due Governi per promuovere l'incremento dell'interscambio ed il riequilibrio della bilancia commerciale, ponendosi quale obiettivo quello di raggiungere entro il 2015 una quota di interscambio pari ad 80 miliardi di dollari".

¹³ Tutti i dati relativi al commercio bilaterale citati in questa ricerca escludono le Regioni Amministrative Autonome cinesi di Hong Kong e Macao.

¹⁴ Statistiche elaborate su dati UN Comtrade (database online). Nella letteratura sono in uso varie definizioni per qualificare le componenti del *Made in Italy*: qui si è scelto di adottare un approccio estensivo, riconducendo a questa categoria i beni di consumo appartenenti ai settori alimentare, abbigliamento, apparecchiature domestiche, automotive, carta, lusso, mobilio, pelletteria. In particolare sono stati considerati i seguenti gruppi secondo la nomenclatura SITC, revisione 4: 01, 02, 03, 04, 05, 06, 07, 09, 11, 42, 553, 554, 61, 64, 65, 77, 78, 82, 83, 84, 85, 87, 88, 894, 895, 896, 897, 898, 899. Che la struttura dei consumi in Cina sia particolarmente impervia alla penetrazione del *Made in Italy* si evince

decimo importatore al mondo di beni cinesi, con il 2% dell'export cinese complessivo indirizzato verso la penisola, essa è riuscita a posizionarsi soltanto in ventesima posizione come esportatore verso la RPC, catturando l'1% del mercato cinese nel 2010.¹⁵ Per la maggior parte si tratta di beni d'investimento, in particolare la meccanica industriale,¹⁶ che pesa per il 48,84% dell'export italiano verso la Cina.

Figura 2. Quota della RPC sul complesso del commercio con l'estero dell'Italia



Fonte: elaborazione su dati ISTAT, Data warehouse commercio estero (i dati relativi a 2010 e 2011 sono indicati come provvisori).

Tra i deficit imputabili al sistema imprenditoriale (e istituzionale) italiano con riferimento alla limitata risposta alle opportunità offerte dalla Cina in questa fase, invece, si annoverano i già citati problemi dimensionali delle imprese, la carenza di canali di grande distribuzione di bandiera, la scarsa propensione ad operare secondo le logiche di sistema-paese, e una matrice socio-culturale poco propensa a interagire con universi culturali nuovi. Chiara manifestazione di questi ostacoli è il limitato dinamismo con cui le imprese italiane hanno investito e/o delocalizzato parte della propria attività nella RPC, l'altra faccia dell'opportunità rappresentata dalla RPC in questa fase. Secondo il Ministero del Commercio cinese,¹⁷ lo stock di investimenti italiani nel territorio della RPC nel 2008 era pari a 4,348 miliardi di USD, un dato che, se rapportato al complesso degli investimenti italiani all'estero per il medesimo anno

anche da una comparazione con il dato della Russia (destinazione di export italiano paragonabile alla RPC per valor totalii, dove il *Made in Italy* pesa per il 49,30% del totale) o del Giappone (economia avanzata, ma culturalmente eterogenea rispetto all'Italia, che acquista *Made in Italy* per il 60,69% del totale delle esportazioni italiane in terra giapponese).

¹⁵ Dati del Ministero dello Sviluppo Economico italiano.

¹⁶ Sono stati considerati i seguenti gruppi secondo la nomenclatura SITC, revisione 4: 71, 72, 73, 74, 75.

¹⁷ Compendio statistico del servizio *Invest in China*, disponibile online all'URL <http://www.fdi.gov.cn>.

(404,855 miliardi di USD),¹⁸ produce una percentuale pari all'1,07%. Il dato è evocativo, considerato che l'Italia non è un piccolo investitore, in termini assoluti (il 12° al mondo per stock nel 2008, il 10° nel 2009): essa pesa appena per lo 0,48% del totale dello stock di investimenti stranieri nella RPC, rispetto all'1% della Francia, all'1,68% della Germania e all'1,75% del Regno Unito.

I principali effetti trasformativi dispiegati sull'Italia dalla nuova partecipazione cinese al mercato globale (post-1984) sono dunque legati all'effetto di spiazzamento subito dalle imprese italiane nei principali settori della produzione manifatturiera nazionale. La reazione del sistema produttivo italiano è stata definita come di "arroccamento", ossia di specializzazione ulteriore e crescente nei settori tradizionali di maggiore competitività, con un riposizionamento sui mercati esteri che si sviluppa attraverso delocalizzazioni ma, soprattutto, per mezzo di miglioramenti qualitativi dei prodotti esportati. La competitività italiana si focalizza pertanto in modo sempre più marcato sulla qualità dei prodotti, piuttosto che sul loro prezzo, mediamente in netta crescita. Un'eco statistica del relativo successo di questa transizione viene dall'analisi del Trade Performance Index 2009, indice sviluppato congiuntamente da OMC e ONU: tra i settori tipici del *Made in Italy* l'Italia risulta in prima posizione nei campi di tessile, lavorazioni in pelle e abbigliamento; tra i beni d'investimento, l'Italia resta seconda per competitività al mondo nei settori della componentistica elettronica, della meccanica non-elettronica, e delle produzioni manifatturiere a minor tasso di tecnologia.

Sulla sostenibilità di questi risultati e, più in generale, sulla tenuta di un sistema economico sempre più fondato su posizioni di leadership in mercati di nicchia, il dibattito è vivace. Se, da un lato, c'è il timore di una progressiva marginalizzazione rispetto ai settori a più alto valore aggiunto tecnologico e di capitale umano a fronte dell'innalzamento del livello produttivo di un'economia "emergente avanzata"¹⁹ come quella cinese, dall'altro vari osservatori sottolineano come la competizione cinese sul versante della qualità nei settori tradizionali sia destinata ad acuirsi ancora, in presenza di una crescente specializzazione – non soltanto differenziazione – dell'export cinese.

1.3 Prospettive per le relazioni economiche bilaterali dopo la crisi

Dopo lo shock del 15 settembre 2008, data della bancarotta della società finanziaria Lehman Brothers e di palese inizio della spirale della crisi finanziaria globale, il quadro delle relazioni economiche tra Italia e Cina – già in evoluzione – subisce un cambiamento particolarmente celere. Sul fronte italiano, il repentino contrarsi del credito e il successivo deterioramento dei conti pubblici ingenerano una crisi di liquidità che giunge a mettere a rischio la solvibilità dello Stato (e, di conseguenza, delle banche italiane, fortemente esposte sul debito pubblico nazionale). Il contesto emergenziale mette in particolare risalto il diverso ruolo della RPC in questa nuova

¹⁸ Dato tratto dall'*Investment Map* dell'International Trade Center (online), le cui statistiche risultano coerenti con quelle del Ministero del Commercio della RPC.

¹⁹ Appare significativa la formalizzazione di questa categoria di paesi da parte del Centro Studi della SACE: la Cina è senz'altro il primo e maggiore di tali paesi emergenti avanzati.

fase storica, in netta discontinuità rispetto a quella precedente. La Cina viene individuata, oltre che come mercato sempre più determinante, anche e soprattutto quale potenziale fonte di investimenti tanto nel settore pubblico, quanto in quello privato.

Sebbene non siano noti i contorni precisi dell'esposizione cinese sul debito sovrano italiano (stime attendibili variano tra il 3% e il 7%), è rilevante l'influenza trasformativa indiretta che la Cina esercita sull'Italia in questo frangente. La manifesta preferenza delle autorità cinesi per investimenti in titoli di debito pubblico garantiti a livello europeo, piuttosto che nazionale, incide fortemente sul dibattito che si va sviluppando in seno all'Unione Europea sulle riforme strutturali cui paesi come l'Italia sono chiamati a sottoporsi. Mentre una più compiuta integrazione dell'eurozona – la cui costituzione materiale appare già in marcata evoluzione, seppur in modo disomogeneo – è ormai riconosciuta dai maggiori leader europei, l'effetto-leva del potenziale d'investimento di Pechino è destinato a rimanere un fattore cruciale nella complessa equazione politico-economica che deciderà il futuro dell'Unione e dei suoi membri.

I negoziati sul fronte del debito pubblico retro-agiscono anche nel campo degli investimenti cinesi nell'economia reale italiana. Da un lato, gli investitori istituzionali cinesi hanno manifestato la propria preferenza per investimenti veicolati attraverso strumenti quale il Fondo Strategico Italiano, costituito nel 2011 per promuovere lo sviluppo delle imprese strategiche italiane. Dall'altro, declinando di schierare la propria liquidità sul mercato del debito sovrano europeo in assenza di garanzie da parte di Bruxelles, Pechino fa da cassa di risonanza per le sempre più diffuse istanze che vogliono l'Unione impegnata in politiche dedicate alla crescita, oltre al consolidamento dei conti pubblici.

Il rapporto *Doing Business 2011* della Banca Mondiale, d'altronde, colloca l'economia italiana solo in 80^a posizione per facilità di perseguimento di attività economiche, su 183 economie censite. Anche il trend è negativo: nell'ultimo quinquennio fare affari in Italia risulta essere diventato più complesso e costoso, in particolare per quanto concerne il quadro normativo generale, il sistema fiscale, la prassi in campo edilizio e, soprattutto, la capacità di far rispettare i contratti (per la quale l'Italia è stabilmente al 157° posto in graduatoria dal 2006).

Questa situazione contribuisce a gettar luce sulla deludente dinamica degli investimenti diretti all'estero (IDE) della RPC in Italia. Lo stock complessivo di tali investimenti è tuttora minimo: 223,8 milioni di USD nel 2010, ossia l'1,79% del totale dello stock di investimenti nell'UE, che a sua volta conta soltanto per il 3,94% dello stock di investimento estero globale della RPC.²⁰ Analogamente, se è vero che i flussi risultano in crescita, in linea con la dinamica generale che vede la Cina destinata a figurare tra i primi investitori al mondo,²¹ non si può omettere un'analisi comparativa:

²⁰ I dati sono contenuti nel *2010 statistical bulletin of China's outward foreign direct investment*, a cura del Ministero del Commercio della RPC. Sebbene le stime non comprendano gran parte delle attività di fusione e/o acquisizione di aziende – in quanto sovente finanziate da banche non cinesi –, si tratta dei dati più aggiornati a disposizione.

²¹ Già nel 2010, con un flusso di IDE in uscita pari a oltre 68 miliardi di dollari (erano 2,7 nel 2002) Pechino è risultata responsabile del 5,2% dei flussi globali, collocandosi al quinto posto al mondo. Dati

mentre il flusso di IDE cinesi in Italia nel triennio 2008-2010 è cresciuto a una media annua del 21%, la media per il complesso dell'Unione Europea è stata pari al 157%.

I risultati dei primi studi svolti su volumi e logiche di questi investimenti consentono di cogliere, invece, una delle influenze trasformative che l'Italia è suscettibile di esercitare nei confronti del partner cinese. In linea con quanto registrato a livello europeo, anche nel caso italiano gli investimenti cinesi riflettono l'obiettivo non solo di penetrare il mercato europeo, ma anche di guadagnare l'accesso a tecnologie, tecniche di processo produttivo e capitale umano superiori. Si tratta di "asset strategici" che vengono introiettati sempre più sovente per mezzo di acquisizioni di imprese italiane che presentano un'elevata competitività nelle rispettive nicchie, non di rado affette da difficoltà finanziarie o caratterizzate da un passato di collaborazione con l'investitore cinese che le acquista. Come sottolineato nello *European Business in China Position Paper 2011/2012* della Camera di Commercio dell'Unione Europea in Cina, gli effetti di apprendimento che possono derivare dalla collaborazione tra imprese cinesi ed europee possono dare un fondamentale contributo al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità contenuti nel 12° Programma Quinquennale. Nel caso dell'Italia questo ruolo si estende alle politiche territoriali, dato il tradizionale ruolo dei distretti industriali nel potenziare l'efficacia del tessuto produttivo italiano, e visto l'interesse delle autorità cinesi per individuare nuove forme di governance per le proprie micro-imprese.

Vi è, infine, un ultimo orizzonte tracciato nell'attuale Programma Quinquennale di Pechino che appare destinato a pesare nelle relazioni bilaterali: la transizione dell'economia cinese verso un assetto maggiormente sostenuto dalla domanda interna. Al di là di eventuali interventi finanziari ad hoc, infatti, è proprio dalla liberazione dell'enorme potenziale di consumo represso della propria popolazione che può venire il contributo più strutturale della Cina per il superamento della crisi iniziata nel 2008 e tuttora in corso. Nella logica dell'asincronia di opportunità che ha caratterizzato i rapporti commerciali tra Italia e RPC sino ad ora, il successo della trasformazione del sistema economico – e di welfare – cinese aprirebbe una finestra di opportunità del tutto inedita. Secondo proiezioni del Centro Studi di Confindustria, il consumo privato nella RPC potrebbe crescere dal 36% del PIL registrato nel 2010 al 45% nel volgere di un quinquennio, toccando il 50% alla fine del decennio.

Ne conseguirebbe un aumento esponenziale del consumo da parte del segmento più benestante della società cinese, che passerebbe da 981 miliardi di USD nel 2010 (il 2,6% del totale del consumo mondiale) a 2.442 miliardi nel 2015 (5,4%), a 5.575 miliardi nel 2020 (oltre il 10% del totale mondiale).²² L'Istituto per il Commercio Estero stima in oltre 120 milioni i "nuovi ricchi" che popoleranno il mercato globale entro il 2015, il 32% dei quali saranno localizzati nella RPC, soprattutto nelle province costiere.²³ Questo dato, unito al ruolo sempre più centrale delle donne nelle società

del Ministero del Commercio della RPC incrociati con UNCTAD, *World Investment Report 2011*, Ginevra, 2011.

²² M. Marianera, "Trends in private consumption in China: the development of Chinese high income class and its global relevance", working paper del Centro Studi di Confindustria, 2010.

²³ ICE, *L'Italia nell'economia internazionale, Rapporto ICE 2009-2010*, Roma 2010, p. 181.

dei paesi emergenti, costituisce un'opportunità in particolare per i beni di consumo italiani che ricadono sotto la categoria di "lusso accessibile", composto dai prodotti dei settori alimentare, arredamento, calzature, abbigliamento e accessori realizzati con materiali di qualità e design, al netto della fascia del lusso più elevata. Il consumo di questo genere di beni, il cui complesso pesa per il 14% dell'export italiano, è previsto in espansione di circa il 46% in prezzi costanti tra il 2009 e il 2015, una crescita trainata per metà da paesi non-OCSE, Cina in testa.²⁴

2. Fisionomia e resilienza del sistema bancario e finanziario della RPC

2.1 Breve storia del sistema bancario e finanziario dal 1979

Il sistema finanziario cinese può essere definito un sistema basato sulle banche (*bank-based*) in transizione verso un sistema (*market-based*) in cui una pluralità diversificata di attori finanziari offre sul mercato strumenti più complessi e articolati di quelli tradizionalmente legati all'attività bancaria. Ancora oggi, le banche statali in Cina rappresentano il cuore del sistema finanziario, sebbene la situazione sia molto diversa da quando, negli anni iniziali delle riforme di Deng Xiaoping, esse avevano il monopolio dell'erogazione del credito e della gestione degli strumenti finanziari più in generale.

Tra il 1950 (quando il governo della Repubblica Popolare Cinese nazionalizzò tutte le banche e le attività finanziarie del paese) e il 1978, la *People's Bank of China* fu il fatto l'unico istituto autorizzato a svolgere transazioni finanziarie. Controllata direttamente dal Ministero delle Finanze, essa svolgeva le funzioni sia di banca centrale sia di banca commerciale, sostenendo le politiche previste dai piani quinquennali, e gestendo il 93% degli *asset* finanziari totali. Nel 1979, la PBOC fu separata dal Ministero e acquisì una configurazione istituzionale autonoma come banca centrale, trasferendo al contempo alcune delle sue attività commerciali ad altre tre banche di stato: la *Bank of China* (BOC, fondata nel 1912), la *People's Construction Bank of China* (PCBC, istituita nel 1954), l'*Agriculture Bank of China* (ABC, di nuova istituzione). Alla prima furono affidate le transazioni del commercio e degli investimenti esteri, alla seconda quelle relative agli investimenti in capitale fisso, alla terza tutte le attività bancarie legate al mondo rurale. Nel 1984 fu infine creata un'altra banca statale, l'*Industrial and Commercial Bank of China* (ICBC), che si fece carico delle residue attività commerciali della PBOC: il gruppo delle "quattro grandi" (*Big Four*) banche di Stato si era così formato.

Mentre il sistema economico veniva gradualmente riformato con l'introduzione di elementi di mercato, la liberalizzazione dei prezzi e l'apertura al commercio e agli investimenti esteri (con la creazione delle Zone Economiche Speciali, ZES), negli anni '80 si creò anche la necessità di diversificare il sistema bancario, soprattutto in risposta alle esigenze delle amministrazioni locali, sempre più coinvolte nell'industria locale attraverso la proprietà collettiva delle *Township and Village Enterprises* (TVE). Furono così innanzitutto create banche regionali, di proprietà pubblica, nelle ZES. Per aiutare

²⁴ Confindustria, Prometeia e SACE, *Esportare la dolce vita*, Ariccia, 2010.

lo sviluppo delle campagne sorsero in seguito le Cooperative di Sviluppo Rurale (*Rural Credit Cooperatives*), sotto la supervisione dell'ABC, mentre per l'economia delle città nascevano le Cooperative di Credito Urbano (*Urban Credit Cooperatives, UCC*). Infine, sotto forma di *Trust and Investment Corporations* (TIC), sorgevano le prime strutture non-bancarie di intermediazione finanziaria, in cui interessi pubblici e malcelate attività di natura privata spesso si sovrapponevano, confondendosi.

L'introduzione del *foreign-exchange retention system*, attraverso cui le imprese poterono iniziare a trattenere parte dei ricavi in valuta estera derivanti dalle attività commerciali, combinata con la non convertibilità del renminbi (RMB), fu all'origine dello sviluppo di un mercato interno del cambio, che portò nel 1990 alla creazione di due borse valori, il *Shanghai Stock Exchange* (SHSE) e il *Shenzhen Stock Exchange* (SZSE). Nella seconda metà degli anni '90, e con un forte impulso a partire dal 1998, iniziò a svilupparsi il mercato immobiliare privato: pur mantenendo in vigore il principio della proprietà pubblica del suolo, esso venne diviso in lotti e concesso in *lease* dai governi locali per un certo numero di decenni (fino a un massimo di 70 anni), per permettere lo sviluppo delle città. L'attuale generazione è in effetti la prima generazione di cinesi proprietaria di case, che assiste a un sorprendente boom immobiliare in grado in poco tempo di trasformare radicalmente il paesaggio urbano di nuove e antiche metropoli.

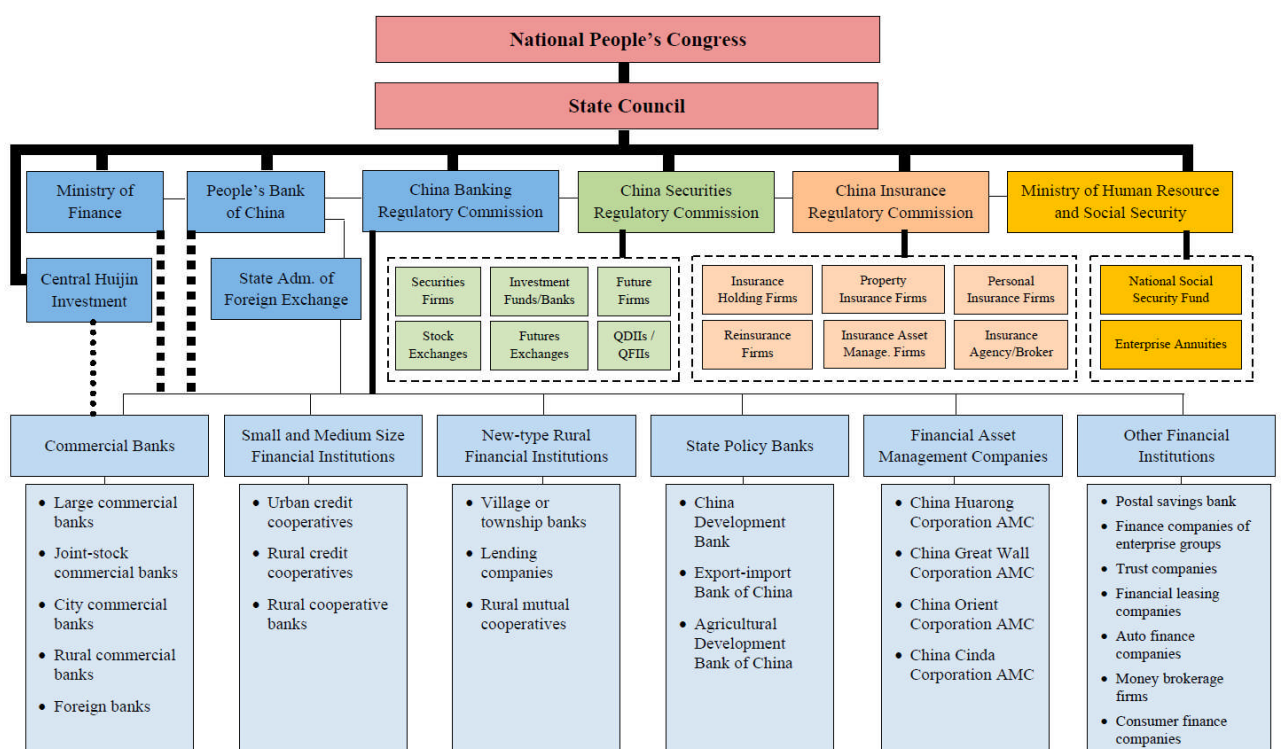
A nutrire questo boom contribuirono naturalmente anche le "quattro grandi" che, dopo la crisi finanziaria asiatica del 1997, si trovarono a fare i conti con una significativa massa di prestiti inesigibili (*Non-performing loans, NPL*) gravante sui propri bilanci. La stessa solvibilità delle quattro banche venne minacciata, e il governo fu costretto a correre ai ripari, attraverso la creazione di quattro *Asset Management Companies* (AMC) che si accollarono i rispettivi NPL, ristrutturando il debito o ripianandolo con l'intervento finanziario diretto dello stato.

L'ingresso della Cina nell'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC), alla fine del 2001, significò anche l'apertura completa del mercato finanziario interno agli attori stranieri, anche se gradualmente, seguendo un calendario ben preciso. Le grandi banche globali, soprattutto provenienti dal mondo anglosassone, furono tra le prime ad aprire filiali nel paese. Accanto alle prime società nazionali di gestione del risparmio (che avrebbero raggiunto il numero di 65 nel 2009), già attive alla fine degli anni '90, comparvero, spesso in joint-venture con partner locali, alcuni investitori istituzionali stranieri (*Qualified Foreign Institutional Investors, QFII*). A partire dal 2006, alcuni operatori nazionali (*Qualified Domestic Institutional Investors, QDII*) furono autorizzati a investire sui mercati finanziari esteri. Infine, nel 2007 fu istituito il fondo sovrano *China Investment Corporation* (CIC), con una dotazione di 207,91 miliardi di USD provenienti dalle ingenti riserve accumulate grazie al surplus commerciale. L'attività del fondo sovrano è opaca, sebbene di tanto in tanto facciano notizia i suoi acquisti strategici: famoso ad esempio è l'investimento di 5 miliardi di USD nella banca d'affari Morgan Stanley.

Per un paese come la Cina, con una popolazione in rapido invecchiamento, che ha smantellato il welfare state comunista e che sta ora cercando di ricostruire un sistema pubblico di protezione sociale al tempo stesso efficace ed economicamente

sostenibile, il settore dei fondi pensione è cruciale. Il *National Social Security Fund* (NSSF), istituito nel 2002, è il fondo pensione pubblico: investe nei mercati finanziari interni (soprattutto azioni delle imprese di Stato quotate in borsa) ed esteri: alla fine del 2010, amministrava un patrimonio di 856,7 miliardi di RMB (poco più di 106 miliardi di EUR al cambio attuale), una cifra in continua crescita ma ancora assolutamente inadeguata a soddisfare le esigenze del sistema pensionistico negli anni a venire. Il lungo cammino dell'introduzione nel sistema finanziario cinese di attori e strumenti largamente utilizzati nel sistema finanziario mondiale si è concluso nel 2010 con l'autorizzazione ad alcuni *hedge funds*²⁵ di operare nel paese.

Figura 3. Architettura del sistema finanziario cinese



Fonte: Fondo Monetario Internazionale, *People's Republic of China: Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report 11/321, Washington DC, novembre 2011, p. 40.

2.2 Struttura e criticità del sistema bancario cinese

Rispetto ad altri paesi emergenti, in Cina il settore bancario è molto più ampio: nel periodo 2001-2007, esso ha rappresentato in media il 116% del PIL, rispetto a un

²⁵ A volte indicati come strumenti di investimento alternativi, fondi speculativi, fondi di fondi, sempre in contrapposizione con le forme di gestione dei risparmi di tipo tradizionale.

valore medio del 65% per le altre maggiori economie emergenti²⁶. Il tasso di risparmio cinese è, insieme a quello giapponese, il più elevato al mondo (l'ammontare dei depositi di risparmio è stato pari negli ultimi anni al valore medio del 90% del PIL) e riflette soprattutto la necessità per le famiglie di supplire con fondi privati all'assenza, alla scarsità o all'inadeguatezza dei servizi offerti dal sistema sanitario, educativo e pensionistico pubblici. Questo risparmio viene soprattutto convogliato dalle banche verso le imprese di Stato manifatturiere e verso gli enti pubblici per la realizzazione di progetti infrastrutturali. Il settore cosiddetto "ibrido" (formato dalle TVE pubbliche, private o miste, dalle joint venture e dalle imprese private), pur avendo accesso al sistema bancario formale, è costretto spesso a ricorrere al credito informale.

Osserviamo ora alcune dinamiche che assumono oggi una particolare rilevanza.

I *Non-Performing Loans* e l'azzardo morale

I prestiti inesigibili (di seguito NPL) rappresentano attualmente il 16% di tutti i prestiti in circolazione nella RPC (in altri paesi emergenti il dato medio è del 10%) e a partire dalla seconda metà degli anni '90 del secolo scorso hanno costituito il principale fattore di vulnerabilità del settore bancario. Tuttavia, a partire dall'anno 2000 il peso dei NPL sul sistema finanziario è notevolmente diminuito, grazie all'attività di ristrutturazione o di liquidazione del debito svolta dalle AMC, come ricordato in precedenza. Infatti, mentre nel 2000 il rapporto NPL/PIL era del 22,5%, nel 2010 esso si era ridotto all'1,1%; in direzione opposta si muoveva invece lo stesso indicatore negli Stati Uniti, in cui i valori erano rispettivamente dello 0,9% nel 2000 e del 2,9% nel 2010. Il sistema bancario cinese si troverà dunque a reggere l'urto della crisi finanziaria globale iniziata nel 2008 in condizioni di maggiore solidità rispetto alla maggior parte degli altri paesi. Affidando alle AMC, garantite dallo stato, la gestione dei NPL, il governo ha trasformato un problema bancario in problema fiscale. Considerata la relativa buona salute delle finanze pubbliche anche rispetto a molti paesi di più antica industrializzazione (nel 2010, i titoli in circolazione del debito governativo rappresentavano circa il 20% del PIL), il governo sembra avere vinto la sfida della minaccia rappresentata dai NPL, e sembra avere gli strumenti per fare fronte a un eventuale peggioramento degli stessi, a condizione che il paese continui a registrare alti tassi di crescita annua.

Le previsioni ottimiste devono però fare i conti con la scarsa trasparenza e la complessità del sistema finanziario cinese: a causa della mancata inclusione nelle statistiche dei NPL nei debiti in capo alle AMC, e della diversa definizione di NPL nella RPC rispetto agli standard internazionali, la percentuale dei NPL in circolazione potrebbe essere anche due volte maggiore delle stime in circolazione. Inoltre, soprattutto dopo l'iniezione di liquidità successiva al lancio nel 2008 del pacchetto di stimolo fiscale da quattro miliardi di RMB (poco meno di 500 milioni di EUR al cambio attuale), molti progetti infrastrutturali sono stati finanziati da entità legate alle amministrazioni locali che non appaiono nei bilanci delle stesse (*Local-Government*

²⁶ Ove non indicato diversamente i dati relativi a struttura e performance del sistema finanziario cinese sono tratti da F. Allen, J. "QJ" Qian, C. Zhang, M. Zhao, *China's Financial System: Opportunities and Challenges*, NBER Working Paper Series, Cambridge MA, febbraio 2012.

Financing Vehicles, LGFV), i cui debiti ammontano secondo le statistiche ufficiali a 1.400 miliardi di USD al settembre 2011, dei quali il 20-30% (secondo stime private) sarebbe rappresentato da NPL.²⁷ Anche in questo caso, il governo sta sperimentando l'emissione di obbligazioni locali in sostituzione dei prestiti, oppure trasferisce i NPL nelle *policy banks* direttamente controllate da Pechino: la sola *China Development Bank* (CDB) ha assorbito nel 2011 debiti dei LGFV per 1.500 miliardi di RMB (ca. 175,7 miliardi di EUR al cambio attuale).

In ogni caso, è necessario registrare la presenza di un problema di azzardo morale, poiché non c'è alcun incentivo per le banche a limitare in futuro l'erogazione dei prestiti, molti dei quali vengono concessi assecondando interessi politici e non in base a considerazioni di profittabilità commerciale. Inoltre, la struttura di relazioni fondata su reti familiar-clientelari (*guanxi* 关系) intorno a cui l'intera società cinese si costruisce, insieme con la simbiosi esistente tra i vertici del PCC a ogni livello e tutte le articolazioni del potere economico e finanziario controllate dallo Stato cinese riducono drasticamente l'esigibilità dei NPL. A fronte di tali rischi non solo le grandi banche commerciali possono contare sul salvataggio statale in caso di crisi, ma una direttiva del governo centrale in applicazione della Legge fallimentare entrata in vigore nel 2007, prevede che prima di poter dichiarare bancarotta un'azienda di Stato debba ottenere il consenso dei creditori privilegiati, tra i quali rientrano le banche. Perciò in molti casi il debito societario viene diluito in operazioni di fusione e acquisizione, e rientra nel sistema statale invece di essere espulso dall'economia, come vorrebbe la logica capitalistica.

Il sistema bancario cinese è uno dei più sottocapitalizzati tra i sistemi dei mercati emergenti (il rapporto capitale/attività è pari al 6%), e Charlene Chu, dell'agenzia di rating Fitch, citata dal settimanale *The Economist*, sostiene che se nei prossimi due anni un decimo dei crediti bancari s'incagliasse, ciò brucerebbe tutti i profitti e il 39% della capitalizzazione del sistema²⁸. Una crescita esponenziale dei NPL in seguito al verificarsi di una situazione di crisi economica non è quindi da escludere e i NPL continuano a rappresentare un elemento di debolezza del sistema finanziario.

Forza e debolezza delle grandi banche commerciali statali

Apparentemente, le banche statali sono state ristrutturare per confrontarsi sul mercato finanziario globale, comportandosi sempre di più come enti commerciali a tutti gli effetti. Il culmine di questo processo di riforma è stato rappresentato dalla quotazione in borsa di tutte e cinque le principali banche di Stato, dopo una forte iniezione di capitale realizzata utilizzando parte delle riserve in valuta estera: PCBC e *Bank of Communications* (BComm) sono nel listino di Hong Kong dal 2005, ICBC, BOC (nel 2006) e ABC (2010) sono state quotate sia sulla piazza di Hong Kong che su quella di Shanghai. Investitori da tutto il mondo parteciparono a quelle che si rivelarono tra le offerte pubbliche di acquisto (*Initial Public Offering*, IPO) di maggior successo degli ultimi anni, con l'offerta per ABC che superò ogni record precedente, raccogliendo in

²⁷ *Storing Up Trouble*, The Economist, 5 maggio 2012, p. 71.

²⁸ *Storing Up Trouble*, The Economist, 5 maggio 2012, p. 71.

totale 22,1 miliardi di USD. Nel mese di gennaio del 2012, la classifica delle maggiori banche al mondo per capitalizzazione di mercato vedeva le quattro grandi banche cinesi posizionate entro le prime dieci posizioni: ICBC e PCBC ai primi due posti (rispettivamente con 240,95 e 195,85 miliardi di USD di capitalizzazione), ABC al quinto (141,73 miliardi), BOC al settimo (128,8 miliardi)²⁹. La BComm si classificava al ventisettesimo posto con 48,11 miliardi di USD di capitalizzazione³⁰. Per fare un confronto, la britannica HSBC si collocava al quarto posto (150,90 miliardi) e la statunitense JP Morgan Chase (prima della recente rivelazione di grosse perdite sui mercati dei derivati) al sesto (140,95 miliardi di USD). Inoltre, in virtù della limitata esposizione sul mercato dei mutui *subprime* negli Stati Uniti e del debito sovrano della zona euro, la qualità delle attività di queste banche (a parte la presenza dei NPL) potrebbe essere abbastanza elevata. L'agenzia di rating Standard & Poor's, ad esempio, attribuisce la classe di merito A a BOC, ICBC e PCBC.

Malgrado l'apparente completa accettazione dei principi di mercato sanzionata dal collocamento in borsa, le banche quotate sono controllate direttamente o indirettamente dal governo, e solo una quota minoritaria delle azioni è liberamente negoziabile (nel caso della ICBC, per esempio, questa quota è del 22%). Come avviene spesso in altri settori dell'economia cinese, anche in questo caso il governo riveste allo stesso tempo il ruolo di proprietario e di regolatore, contribuendo a rafforzare l'opacità del sistema. In effetti, l'ente cui fanno capo le aziende di stato, la *State-Owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC)*, è, per patrimonio gestito, uno dei maggiori investitori a livello mondiale.

Rispetto alla situazione di altri paesi in via di sviluppo (si pensi alla Thailandia prima dello scoppio della crisi del Sud-Est asiatico nel 1997), in cui l'eccessiva liberalizzazione in assenza di adeguate istituzioni di governance causò il collasso del sistema finanziario, negli ultimi anni la RPC ha migliorato la gestione economica e manageriale delle proprie banche attraverso la combinazione di incentivi (micro) di mercato ai singoli decisori con la solidità dell'intervento istituzionale (macro). Invero, ciò rappresenta il vero punto di forza dell'attuale momento di gloria a livello mondiale del c.d. "capitalismo di Stato", di cui le grandi banche commerciali cinesi rappresentano un esempio di spicco.

Tuttavia, l'utilizzo diretto della leva creditizia come strumento di politica macroeconomica continua a rappresentare un elemento di debolezza del sistema, perché non permette alle banche di svolgere un'attività commerciale a tutto tondo, che consenta loro di porre rimedio al problema dei NPL e di rafforzare autonomamente la propria solidità finanziaria. Al contrario, si prevede che il valore complessivo dei prestiti che saranno erogati nel 2012 possa aumentare del 25-30% rispetto al livello del 2011, e che il credito sarà diretto soprattutto a sostenere progetti di pubblica utilità e altamente sensibili dal punto di vista politico, quali edilizia

²⁹ *World's Largest Banks 2012*, disponibile online all'URL <http://www.relbanks.com/worlds-top-banks/market-cap>.

³⁰ Con l'aggiunta della BComm alle quattro banche statali "storiche", si parla delle "cinque grandi".

popolare, estensione della rete di fornitura idrica e altre infrastrutture³¹. La maggior parte dei prestiti sarà canalizzata attraverso le imprese di Stato.

La commistione di obiettivi politici e di valutazioni commerciali nell'attività bancaria impedisce di chiarire quale grado di solidità presenti il sistema, come riconosciuto dal Fondo Monetario Internazionale in un recente rapporto che pure dà atto a Pechino degli sforzi di riforma anche in questo settore³². Il Fondo perciò propone una serie di misure di riforma della *governance* delle banche, che rendano gli istituti sempre più separati dalle dinamiche di controllo politico. In particolare, al sistema bancario commerciale non dovrebbe essere più affidato il ruolo di esecutore delle politiche macroeconomiche nazionali: queste ultime dovrebbero in misura più ampia fare ricorso alla leva fiscale e istituire programmi di prestito per progetti di sviluppo (sia legati alle infrastrutture, sia legati alla sostenibilità sociale della crescita economica) direttamente e specificatamente finanziati dalle *policy banks*, come avviene nei paesi economicamente avanzati.

Il settore finanziario non statale e il settore informale

Al di fuori del settore statale in senso stretto, il sistema bancario e finanziario nella RPC è cresciuto significativamente, pur rimanendo residuale rispetto a quest'ultimo. Ad esempio, nel 2009 il patrimonio congiunto delle altre banche commerciali (classificate come *joint equity banks* e *city commercial banks*), delle banche straniere e delle UCC e RCC era pari a poco più del 60% del patrimonio delle cinque grandi banche commerciali. Nel 2001, il rapporto era di circa il 29%. La presenza delle banche straniere, in termini quantitativi, appare insignificante: mentre nel 2009 il totale dei depositi delle cinque grandi superava i 29.000 miliardi di RMB (ca. 3.590,5 miliardi di EUR al cambio attuale), i depositi giacenti nelle banche straniere ammontavano a soli 668 miliardi di RMB (ca. 82,7 miliardi di EUR). In generale, questo settore finanziario presenta meno NPL ed è relativamente più propenso a concedere credito al settore ibrido e privato.

Figura 4. Banche statali e private nella RPC (miliardi di RMB)

Tipo di banca	Patrimonio totale	Depositi totali	Prestiti erogati	Utili dopo le imposte	Tasso NPL (%)
2009					
Cinque banche maggiori	40.089,0	29.506,5	20.151,7	400,1	1,8
Altre banche commerciali	17.465,0	15.041,5	9.606,6		
1) <i>Joint equity</i>	11.785,0	10.548,7	6.707,4	92,5	1,0
2) <i>Commercial city banks</i>	5.680,0	4.492,8	2.899,2	49,7	1,3
Banche estere	1.349,2	668,8	727,1	6,5	0,9

³¹ Trusted Sources, *China outlook 2012*, dicembre 2011, p. 2, disponibile online all'URL <http://www.trustedosources.co.uk>.

³² Fondo Monetario Internazionale, *People's Republic of China: Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report 11/321, Washington DC, novembre 2011, disponibile online all'URL <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11321.pdf>.

Cooperative di credito urbano	27,2	39,5		0,2
Cooperative di credito agricolo	5.492,5	4.742,1	5.421,3	22,8

Fonte: elaborazione T.wai da F. Allen, J. Qian, C. Zhang, M. Zhao, *China's Financial System: Opportunities and Challenges*, NBER Working Paper Series, Cambridge MA, febbraio 2012, p. 23.

Per quanto riguarda il settore assicurativo, esso è ancora sottodimensionato e riflette le difficoltà in cui la RPC si dibatte nel compiere una piena transizione verso un sistema in cui il settore privato – e non quello pubblico – si assuma in pieno il rischio finanziario. Alla fine del 2009, le attività gestite dalle società assicurative rappresentavano il 10% del PIL e solamente il 4% della popolazione possedeva un'assicurazione sulla vita. Nel 2008, i premi assicurativi rappresentavano il 3,2% del PIL (contro il 7% medio su scala globale), anche se nel 2010 essi sono cresciuti a un ritmo del 38,6% su base annua.

Durante la stretta creditizia degli ultimi due anni (2010-2011), il settore manifatturiero privato (e non solo) si è rivolto al mercato nero finanziario, accettando talvolta di pagare interessi molto elevati se non usurari. Il sistema informale del credito è stato a lungo tollerato dalle autorità, come strumento a sostegno dell'imprenditorialità talentuosa di alcuni individui che altrimenti non sarebbero mai riusciti a trasformare le proprie idee in beni e servizi da offrire sul mercato. Nella provincia dello Zhejiang il fenomeno ha acquisito rilevanza soprattutto dopo la crisi dello scorso anno, in cui molte aziende private di questa dinamica provincia furono costrette a dichiarare fallimento. Perciò nel mese di marzo 2012 il Premier Wen Jiabao dichiarò che sarebbe stato necessario permettere al capitale privato di entrare nel sistema finanziario in maniera "standardizzata e aperta", poiché la diffusione del fenomeno del mercato nero dimostra come, nella situazione attuale, il capitale privato non sia in grado di venire incontro alle esigenze dello sviluppo economico e sociale della RPC. Due settimane dopo le parole di Wen trovarono attuazione nella decisione governativa di costituire nella città di Wenzhou una "zona finanziaria speciale".

L'esperimento può essere riassunto in due provvedimenti cruciali: l'autorizzazione ai prestatori di denaro privati a registrarsi come istituzioni bancarie, regolarizzando così la propria attività informale, e la concessione ai cittadini di Wenzhou della possibilità di investire direttamente ciascuno fino a tre milioni di USD all'estero in entità finanziarie non bancarie, senza dovere ricorrere all'intermediazione di strutture statali. Qualche giorno dopo l'approvazione della zona finanziaria speciale, Wen tornò all'attacco, auspicando lo smantellamento del "monopolio" delle banche di Stato e affidando al capitale privato nel settore finanziario il compito di realizzare questo obiettivo, lasciando allo stesso tempo intendere che, seguendo un copione già noto, la riforma, se di successo, potrebbe essere estesa ad altre parti del territorio nazionale.

La riforma di Wenzhou e le parole del Premier hanno ad oggetto un elemento cruciale dell'intero progetto di riequilibrio dell'economia cinese: la struttura del

sistema finanziario. Negli ultimi anni, infatti, è stata attuata una repressione finanziaria che, attraverso il controllo del tasso di interesse, ha sostenuto la crescita economica attraverso la scarsa remunerazione del risparmio e l'eccessiva remunerazione del capitale, a tutto vantaggio delle grandi banche commerciali e degli immobiliari.

L'esposizione al settore immobiliare

L'investimento nel settore immobiliare è cresciuto dai 321 miliardi di RMB (ca. 39,7 miliardi di EUR al cambio attuale) nel 1996 – pari al 12% degli investimenti di capitale fisso totali – a 4.800 miliardi di RMB nel 2010 (ca. 594,3 miliardi di EUR), ossia il 20% degli investimenti di capitale fisso totali, dando origine a una bolla immobiliare, a partire soprattutto dalle megalopoli di Pechino, Shanghai e Shenzhen. L'investimento immobiliare presenta anche una componente largamente speculativa, e attrae capitale straniero alla ricerca di rendimenti superiori rispetto ad altri mercati colpiti dalla grande crisi finanziaria globale, nonché desiderosi di approfittare del graduale ma continuo apprezzamento del RMB. A partire dal 2010, il governo ha adottato una serie di misure volte a contenere la bolla speculativa, incluse limitazioni all'acquisto della terza casa, aumenti dell'acconto da versare per accedere a un mutuo, e l'introduzione in via sperimentale di tasse locali sulla proprietà.

Non è chiaro quanto queste misure stiano producendo l'effetto voluto, poiché i governi locali hanno sviluppato un sistema molto lucrativo di requisizione e concessione dei terreni per scopi immobiliari, facendone una leva fiscale indiretta determinante per i bilanci della pubblica amministrazione (oltre che una delle principali matrici della corruzione dei pubblici ufficiali). In caso di ridimensionamento significativo di questo mercato una galassia di interessi pubblici e privati – legali e non – verrebbe sconvolta. Incidentalmente, va ricordato come gli sfratti forzati e la corruzione dei funzionari locali legata agli investimenti immobiliari siano tra le ragioni alla base delle frequentissime proteste sociali nella RPC.

Lo scoppio della bolla immobiliare potrebbe avere serie conseguenze anche sul sistema bancario: secondo dati del Fondo Monetario Internazionale, nel 2010 più del 12% dei prestiti erogati dalle banche era riconducibile ai mutui per la casa e il trend è in continua ascesa. Attualmente, è opinione comune che il rischio più serio per il sistema finanziario cinese provenga proprio dalla possibilità che il crollo dei prezzi immobiliari inneschi una crisi bancaria che trascini con sé, attraverso il diffondersi del panico, l'intero sistema finanziario. A causa della repressione finanziaria, ad esempio, molte industrie manifatturiere nelle zone costiere hanno investito i propri capitali nel settore immobiliare: in altre parole, la caduta improvvisa dei prezzi delle case avrebbe una ricaduta diretta sull'industria, sul settore del credito e sull'occupazione.

Occorre peraltro aggiungere che da anni si susseguono voci sull'imminente crisi immobiliare cinese, puntualmente smentite. Michael Werner, della banca di investimenti Sanford C. Bernstein, citato da *The Economist*, sostiene ad esempio sulla scorta dei dati ufficiali che il 75% dei mutui immobiliari è assistito da garanzia collaterale, contro ciò che avviene nel settore dei prestiti alle industrie manifatturiere

e alle aziende dei servizi pubblici, in cui il dato è del 38% e del 24% rispettivamente.³³ Ovviamente, in questo caso il problema si sposta sulla qualità del collaterale, non sempre adeguata (come abbiamo visto trattando dei NPL).

Date le dimensioni straordinarie del processo di urbanizzazione in Cina (nel 2011 la popolazione urbana ha superato quella rurale), è possibile che il mercato immobiliare possa continuare a crescere, anche in modo più contenuto, senza registrare un crollo dei prezzi. Qualora però la crescita economica dovesse subire una brusca battuta d'arresto, non si può escludere che lo shock venga amplificato dalla relativa fragilità del mercato immobiliare, proprio per via dell'intersezione di interessi industriali, politici e finanziari che intorno ad esso si verifica.

2.3 Lo sviluppo dei mercati finanziari nella RPC

Il mercato azionario

Fondate nel 1990, le borse valori di Shanghai e di Shenzhen sono cresciute progressivamente, seguendo soprattutto a partire dal 2000 l'andamento altalenante dei maggiori mercati borsistici mondiali, profondamente scossi dalla crisi finanziaria iniziata nel 2008. A fine 2010, in termini di capitalizzazione, la borsa di Shanghai si collocava al sesto posto su scala mondiale, quella di Hong Kong al settimo, e quella di Shenzhen al quattordicesimo, confermando ormai l'assoluta rilevanza del sistema finanziario cinese per l'economia globale³⁴. Tokyo rimane comunque di gran lunga la prima piazza finanziaria asiatica, piazzandosi al terzo posto dopo il *New York Stock Exchange* e il NASDAQ. Il SHSE e il SZSE sono due mercati in cui gli scambi sono concentrati sui titoli a maggiore capitalizzazione, e in cui l'attività è altamente speculativa soprattutto sui titoli a bassa capitalizzazione. Infine, sulla falsariga del NASDAQ, nel 2009 è stato inaugurato il *Growth Enterprises Market* (GEM), destinato al finanziamento di piccole e medie imprese soprattutto nel settore tecnologico e farmaceutico.

Tradizionalmente, infatti, non solo il mercato azionario di Shanghai e Shenzhen è stato dominato dalle aziende di Stato, ma fino a un'epoca relativamente recente la maggior parte delle azioni non era liberamente negoziabile. Le azioni non negoziabili erano quelle controllate dal governo o da entità governative: solo nel 2005 fu presentato un piano per rendere queste azioni liberamente trattabili. Esse, attraverso un accordo che doveva essere raggiunto tra gli azionisti, vennero trasformate in azioni di "classe G": il processo è ancora in corso, e nel 2009 per la prima volta le azioni liberamente negoziabili superarono il 50% dei titoli sul mercato. Esistono inoltre limiti soggettivi al possesso di alcune azioni: mentre le azioni di "classe A" sono trattate esclusivamente da investitori cinesi, le azioni di "classe B" sono possedute e scambiate solo da investitori stranieri (inclusi investitori di Hong Kong e di Taiwan) e da cittadini

³³ *Storing Up Trouble*, The Economist, May 5th 2012, p. 71.

³⁴ World Federation of Exchanges, *WFE Database*, disponibile online all'URL <http://world-exchanges.org/statistics>.

cinesi attraverso conti correnti in valuta estera. Sul mercato di Hong Kong, invece, i grandi campioni di Stato (*Red Chip*) emettono delle azioni denominate di “classe H”.

Le principali preoccupazioni degli investitori sul mercato borsistico cinese sono rappresentate dall'incompleta regolamentazione, che favorirebbe il sorgere di episodi di *insider trading* e di corruzione, dal timore dell'utilizzo di standard contabili diversi da quelli adottati internazionalmente, e dalla scarsa trasparenza nei meccanismi di governance delle imprese. In particolare, il governo è spesso contemporaneamente azionista e regolatore, con il rischio sempre presente di gravi conflitti di interesse. Inoltre, il meccanismo della c.d. “*revolving door*” in base al quale dirigenti dello e del PCC ricoprono incarichi manageriali nelle aziende di Stato e viceversa, con significativo *turnover*, non aiuta a separare le motivazioni del profitto commerciale da valutazioni più legate alla tenuta del sistema politico, istituzionale e sociale della Cina: è stato calcolato che nei tre anni successivi alle IPO la performance delle azioni di aziende dirette da burocrati di Stato sia stata del 20% inferiore a quella del mercato in generale.

Il mercato obbligazionario

I buoni del tesoro governativi, i *policy financial bonds* e le obbligazioni societarie rappresentano le tre principali componenti del mercato obbligazionario. Il mercato dei titoli governativi è cresciuto del 25,3% annuo in termini di emissione di nuovi titoli tra il 1990 e il 2009, raggiungendo la cifra equivalente a 721,3 miliardi di dollari alla fine del 2008. I *policy financial bonds* sono emessi dalle *policy banks* e servono per finanziare progetti pubblici, soprattutto nel campo delle infrastrutture. Infine, in linea con ciò che avviene in molti altri paesi asiatici, il mercato delle obbligazioni private è assai poco sviluppato: alla fine del 2008, esso era pari a un quarto del mercato dei titoli pubblici governativi. Molto spesso, infatti, i creditori non privilegiati sono poco tutelati in caso di fallimento, e quindi non c'è alcun incentivo a detenere obbligazioni emesse da aziende non statali.

Il mercato dell'asset management

Il primo fondo chiuso di investimento cinese, *LiuBo*, fu costituito nel 1992 e iniziò a essere scambiato sul SHSE nel 1993. Fu solo nel 1997 che l'autorità di regolamentazione del mercato degli investimenti mobiliari, la *China Securities Regulatory Commission* (CSRC), emise il primo regolamento del settore dei fondi di investimento. Nel 2001 infine fu lanciato *Hua An Chuangxin*, il primo fondo aperto nella RPC. Nel novembre del 2009, si registravano sessantacinque società di gestione mobiliare, che amministravano 551 fondi per un totale di 2.260 miliardi di RMB (ca. 279,8 miliardi di EUR al cambio attuale).

Rappresentando il settore più recente e dinamico del sistema finanziario cinese, il mercato dell'*asset management* (regolato dalla *State Administration of Foreign*

Exchange, SAFE) è quello che più può contribuire alla riforma del sistema finanziario cinese in una direzione di maggiore concorrenza e trasparenza. Il governo cinese nello scorso decennio ha incentivato l'operatività nella RPC di investitori istituzionali stranieri (QFII): nell'agosto del 2011, operavano nel paese 116 QFII, con quote di investimento approvato totali pari a 20,69 miliardi di USD. Nel 2006 gli investitori istituzionali cinesi (QDII) furono autorizzati a investire nei mercati esteri: nel luglio 2009 settantacinque QDII erano attivi sui mercati finanziari mondiali (soprattutto sulle piazze di New York, Londra, Tokyo e Hong Kong), con quote di investimento approvato totali pari a 72,67 miliardi di USD. Se negli Stati Uniti nel 1999 i fondi di investimento controllavano il 29% di tutte le attività finanziarie, in Cina nel 2009 il dato corrispondente era pari all'8,1%: esiste perciò ampio margine per l'ampliamento di questo mercato, soprattutto ora che il paese ha bisogno di ricostituire un sistema pensionistico a copertura universale.

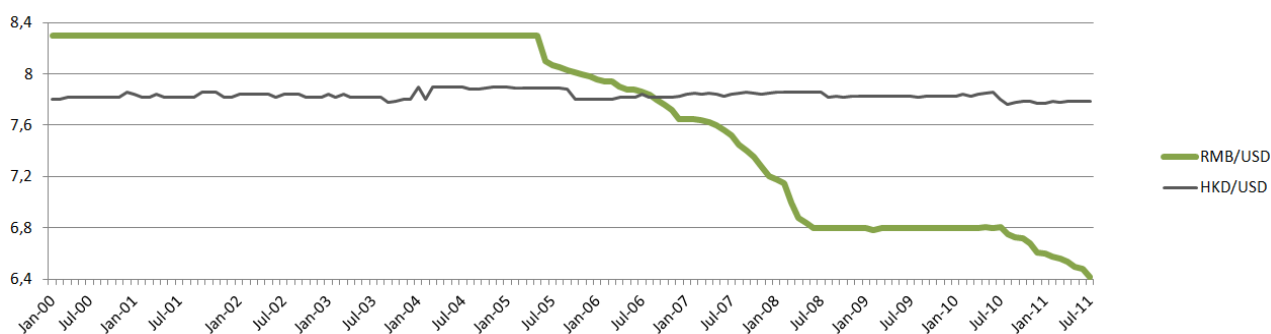
2.4 L'internazionalizzazione del renminbi e il rischio delle "crisi gemelle"

Sebbene dall'analisi che precede emerga una significativa integrazione del sistema finanziario cinese nel sistema finanziario globale, occorre ricordare come essa non possa ritenersi completa finché il *renminbi* non diventerà una valuta pienamente convertibile. Negli ultimi anni il governo ha reso meno rigidi i controlli sui movimenti di capitale, e ha incoraggiato l'emissione internazionale di obbligazioni in *renminbi*, a partire dal mercato di Hong Kong (i c.d. *dim-sum bonds*, dal nome della specialità culinaria cantonese), lasciando intendere che si stiano creando le condizioni per optare per la piena convertibilità della valuta entro il 2015. Non è un mistero che le autorità cinesi auspicano un futuro in cui il ruolo di moneta di riserva internazionale del dollaro statunitense sia gradualmente ridimensionato, e il *renminbi* si collochi accanto a dollaro, euro, sterlina britannica e yen giapponese al tavolo delle valute mondiali di riferimento.

La modalità di gestione di questa riforma sarà cruciale per la Cina. Come insegna la crisi finanziaria asiatica del 1997 (soprattutto nel suo centro originario, la Thailandia), la stabilità della valuta e lo stato di salute delle istituzioni finanziarie sono intrinsecamente collegate: una crisi valutaria può facilmente generare una crisi bancaria e finanziaria, provocando una situazione di "crisi gemelle".

Non si comprende appieno il rischio che affronterà la RPC nei prossimi anni se non si ricorda che il *renminbi* appare sottovalutato rispetto al dollaro statunitense, nonostante la sua recente rivalutazione. Fino al 2005, il *renminbi* manteneva una parità fissa con il dollaro statunitense a 8,3 RMB/USD, ma dal 2005 al 2008, in regime di oscillazione controllata (*managed floating*), il RMB si apprezzò fino a raggiungere quota 6,83 RMB/USD. Dopo la pausa del ritorno alla parità fissa (dal luglio 2008 al luglio 2010) per contenere gli effetti negativi della crisi finanziaria, il *renminbi* continuò a rivalutarsi fino a raggiungere 6,5 RMB/USD nell'aprile 2011. Il tasso di cambio tra dollaro di Hong Kong e dollaro americano è invece stabile nel tempo.

Figura 5. Tasso di cambio RMB/USD e HKD/USD



Fonte: elaborazione T.wai da F. Allen, J. Qian, C. Zhang, M. Zhao, *China's Financial System: Opportunities and Challenges*, NBER Working Paper Series, Cambridge MA, febbraio 2012, p. 52.

Gli Stati Uniti da tempo insistono nel ritenere che il valore attuale del *renminbi* non rifletta il valore di mercato: alcuni studi si spingono addirittura a stimare che il RMB sia sottovalutato del 20-30%, avvantaggiando indebitamente le esportazioni cinesi, e contribuendo quindi a peggiorare il deficit americano della bilancia dei pagamenti. Il tema, soprattutto in un anno elettorale come l'attuale, è politicamente sensibile: Mitt Romney, il candidato repubblicano alle presidenziali USA, ha promesso che, qualora venga eletto, farà dichiarare la Cina un *currency manipulator*, permettendo quindi, in base alla legislazione americana, di imporre dazi commerciali che compensino il vantaggio dato dalla perdurante sottovalutazione del cambio. Questo tipo di provvedimento rappresenterebbe un atto di guerra commerciale verso la RPC, che non può permettersi, in assenza di una forte espansione dei consumi interni, di affrontare la chiusura alle proprie merci del mercato americano: ciò infatti metterebbe a rischio la crescita, che rappresenta una *conditio sine qua* non per la stabilità del paese.

Pertanto, la previsione generale è che il RMB continuerà, in modo sempre graduale e gestito centralmente, il proprio cammino di rivalutazione, anche se la gradualità è rischiosa sul fronte finanziario. Infatti, la presenza di questa aspettativa negli ultimi anni è stata alla radice del crescente afflusso in Cina di capitali speculativi internazionali (*hot money*), altamente mobili e perciò pericolosi: se il processo di rivalutazione si interrompesse (o si dovesse temere una sua interruzione), questi capitali potrebbero lasciare il paese repentinamente, ponendo il governo e la banca centrale davanti alla difficile scelta di mantenere il controllo del cambio (facendo ricorso alle vaste – ma non infinite – riserve che ammontano a più di 3.300 miliardi di USD) o di lasciarlo fluttuare liberamente (dovendo però reintrodurre controlli sui movimenti di capitale).

Nel complesso, quindi, il sistema bancario e finanziario cinese presenta una pluralità di situazioni critiche tra loro interrelate che rendono urgente adottare una

serie di riforme³⁵. Mentre infatti gli *stress test* effettuati sulle principali banche della RPC fanno ritenere che i singoli istituti siano in grado di resistere a singoli shock, difficilmente il sistema sarebbe in grado di reggere l'urto provocato da una concomitante serie di eventi negativi, quali ad esempio uno scoppio della bolla immobiliare, una crisi della bilancia dei pagamenti, una crescita esponenziale dei NPL o un crollo borsistico³⁶. Il contagio finanziario potrebbe quindi avvenire da un settore all'altro, e quindi estendersi all'intera economia, con riflessi sul sistema economico globale.

Considerazioni conclusive e di policy

Il ciclo di crisi finanziarie ed economiche che destabilizza l'economia internazionale ormai da un lustro ha accelerato il processo di necessaria transizione dell'economia della Repubblica Popolare Cinese, ormai la seconda al mondo in termini aggregati. Dopo aver fatto affidamento per oltre un trentennio su un modello già comune ad altre economie dell'Asia orientale – alto tasso di risparmio a favore di investimenti in infrastrutture e, soprattutto, in un comparto manifatturiero destinato *in primis* a servire mercati esteri – la dirigenza di Pechino è chiamata a indirizzare il paese verso un modello di sviluppo reso più sostenibile da un marcato aumento dei consumi interni.

Se la “quinta generazione” di leader, destinata a succedere a quella attualmente alla guida della RPC a partire dal prossimo autunno, riuscirà a gestire l'ampia agenda di riforme già sollecitate nel 12° Programma Quinquennale varato nel 2011, l'intera economia globale non potrà non registrare mutamenti strutturali al proprio interno. L'incremento dei consumi da parte di imprese e consumatori cinesi – tra i quali si annovereranno quote crescenti di soggetti dotati di un reddito elevato, anche per gli standard occidentali – muterà la fisionomia dell'economia cinese, che assocerà alla propria identità di piattaforma produttiva una capacità di consumo più equilibrata. Ne conseguirà il moltiplicarsi delle opportunità per gli operatori economici internazionali, inclusi – e non da ultimi – gli italiani: il differimento di opportunità patito da molti settori produttivi italiani – in particolare legati ai comparti del *Made in Italy* – potrà

³⁵ Il recente (febbraio 2012) rapporto elaborato dalla Banca Mondiale e dal think-tank governativo cinese *Development Research Center* (DRC) chiede al governo cinese di “attuare le riforme strutturali per rafforzare le fondamenta di un'economia basata sul mercato, attraverso la ridefinizione del ruolo del governo, la riforma e la ristrutturazione delle imprese di Stato e delle banche, la promozione della concorrenza, e l'approfondimento delle riforme nei mercati finanziari, della terra e del lavoro”; cfr. *Executive Summary, China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society*, disponibile online all'URL <http://www.worldbank.org/en/news/2012/02/27/china-2030-executive-summary>.

³⁶ Fondo Monetario Internazionale, *People's Republic of China: Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report 11/321, Washington DC, novembre 2011, disponibile online all'URL <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11321.pdf>, p. 7.

lasciare il passo a una stagione di nuovi vantaggi competitivi per il Belpaese, in modo analogo a quanto sperimentato in altre realtà asiatiche quali Giappone e Corea, e su scala maggiore.

Al contempo, accanto al manifatturiero, opportunità di rilievo si aprono nel settore terziario – ancora ampiamente sottosviluppato nella RPC, soprattutto in ambito finanziario – e nel campo degli investimenti diretti all'estero effettuati da soggetti pubblici e privati della RPC.

Attualmente sono sette i principali problemi che affliggono il settore finanziario nella RPC:

1. Permanenza di significativi volumi di NPL (*Non-performing Loans*) nei bilanci delle banche
2. Utilizzo “spurio” delle banche commerciali come strumenti di policy
3. Restrizioni nell'accesso al credito del settore ibrido e privato
4. Repressione finanziaria
5. Speculazione nel settore immobiliare
6. Scarsa trasparenza nei meccanismi di governance delle imprese quotate in borsa
7. Rischio di “crisi gemelle” (crisi valutaria, crisi bancario-finanziaria)

Per risolvere queste criticità, il governo di Pechino potrebbe adottare la scelta della “rivoluzione finanziaria”, auspicata dagli ambienti finanziari internazionali. Il colosso bancario Barclays Capital, ad esempio, sostiene che per evitare un collasso dell'economia (*hard landing*) e il destino di molti mercati emergenti dopo gli anni dell'euforia seguita al decollo economico, il governo adotterà presto misure drastiche³⁷. Esse durerebbero per un quinquennio, includendo la liberalizzazione dei tassi di interesse e del mercato del credito, la diversificazione dei prodotti finanziari, la revisione della governance societaria, e l'apertura del conto capitale. L'aumento dei tassi di interesse ridurrebbe gli investimenti, contribuendo al ribilanciamento dell'economia verso i consumi.

Sulla stessa lunghezza d'onda si colloca il Fondo Monetario Internazionale. In particolare, il Fondo sottolinea come i costi relativi al sistema finanziario siano stati assorbiti dai guadagni di produttività e da una tassa implicita sul risparmio attraverso la bassa remunerazione dei depositi, ma come questa situazione non possa durare in eterno. Perciò, è necessario migliorare la gestione della liquidità, affidare al mercato il tasso di interesse (in presenza di una forte supervisione istituzionale), diversificare l'offerta dei prodotti finanziari e rendere più efficiente e orientato al mercato il sistema bancario di valutazione del rischio (riorientando anche la funzione governativa dalla direzione alla supervisione delle banche).

Avendo appreso dall'esperienza della crisi thailandese del 1997, in cui la liberalizzazione dei capitali avvenne prima della costruzione di un solido apparato

³⁷ Barclays Capital Emerging Markets Research, *China: Beyond the Miracle – Part 2 – The coming financial revolution*, 6 ottobre 2011, p. 11.

istituzionale di gestione e di controllo del sistema finanziario, il Fondo invita il governo cinese a continuare nel processo di rafforzamento dell'apparato di supervisione dell'attività degli operatori finanziari, dotando la People's Bank of China (PBOC) e le amministrazioni preposte di adeguato personale, e incentivando la raccolta e lo scambio di dati e di informazioni corrette e accurate. Tali azioni dovrebbero portare all'adozione di regole e procedure sempre più vicine agli standard internazionali, che consentirebbero di affrontare di petto anche altre debolezze che il sistema si trascina appresso da tempo. Sempre secondo il Fondo, importante sarà affrontare le riforme nella giusta sequenza, perché l'esperienza internazionale suggerisce che le riforme parziali rappresentano esse stesse un rischio di instabilità finanziaria, se non accompagnate da adeguate contromisure.

In questo quadro, spicca la necessità di "apprendimento", sottolineata con enfasi anche da autorevoli esponenti del mondo dei think-tank e della dirigenza politica cinese in occasione del primo Dialogo bilaterale Italo-Cinese track II, svoltosi a Pechino nel febbraio 2012 sotto la guida di T.wai (Torino World Affairs Institute) e CICIR (China Institutes for Contemporary International Relations, il principale centro di studi internazionali della RPC). La riconosciuta competenza degli operatori italiani in campo finanziario – così come la disponibilità di tecnologie d'avanguardia in ambito manifatturiero e di competenze pressoché uniche nella governance delle piccole e medie imprese – sono *asset* che operatori e autorità cinesi auspicano di poter mutuare in cooperazione con interlocutori italiani.

Uno degli strumenti impiegati dalla RPC a questo fine è la disponibilità di ingenti capitali da destinarsi a investimenti diretti all'estero, che sovente si indirizzano all'acquisizione di imprese straniere dotate di capitale umano e strutturale d'avanguardia, per gli standard cinesi. Sebbene l'Europa appaia una destinazione del tutto residuale a livello globale è lecito attendersi una marcata crescita della disponibilità cinese a investire nel Vecchio Continente, sia per ragioni legate alla diversificazione del rischio di portafoglio, sia per la presenza in territorio europeo di *asset* strategici non reperibili altrove. Se, da un lato, questa dinamica può influire indirettamente sulla riflessione che ha luogo in sede UE sull'attivazione di eventuali strumenti comunitari per il reperimento di credito sui mercati (eurobond), dall'altro si moltiplicano i casi in cui singoli paesi europei competono nel realizzare condizioni che aumentino l'attrattività del proprio tessuto economico agli occhi di investitori che possono – se non stabilire nuovi impianti produttivi sul territorio – quantomeno evitare la chiusura di quelli già esistenti.

A questo fine, è importante che le autorità italiane compiano una riflessione strategica ad ampio raggio sulla maggiore o minore "permeabilità" a investimenti cinesi di settori produttivi italiani più o meno strategici, anche promuovendo una riflessione a livello di Unione Europea su eventuali parametri o linee-guida comunitarie, utili per preservare o incrementare la capacità negoziale dei singoli stati membri nei confronti della RPC.

Essenziale appare, poi, l'acquisizione e diffusione tra gli operatori italiani di una postura negoziale rispetto agli interlocutori cinesi che faccia perno su una più distinta consapevolezza degli *asset* che essi possiedono e a cui autorità e imprenditori cinesi

attribuiscono un valore sovente molto maggiore di quanto sia percepito in Italia. A questo fine, e in funzione di supporto complessivo all'interazione bilaterale tra Italia e Cina, è urgente promuovere nelle sedi opportune occasioni di formazione avanzata di studenti e operatori economici italiani, affinché vi sia nel paese una presenza ben più radicata di quei "soft skills" di natura manageriale/interculturale che soli possono valorizzare appieno interlocazione e investimenti.

Infine, una parola di cautela è d'obbligo. Esiste un rischio non remoto che, in un anno di difficile transizione politica come l'attuale, le diverse sensibilità interne al PCC, i contrasti tra centro e periferia, e le diverse articolazioni degli interessi nella RPC non consentano al governo di assumere le difficili decisioni richieste dal contesto interno e internazionale, decadendo in uno stato di insostenibile paralisi. La repentina caduta dell'ex Segretario del PCC della strategica municipalità autonoma di Chongqing – Bo Xilai – ha offerto un inedito spaccato dell'asprezza del dibattito all'interno della classe dirigente sulla direzione da dare al futuro del paese.

D'altro canto, sebbene l'attuazione di riforme finanziarie e sociali appaia necessaria, pur nel suo essere tutt'altro che scontata, occorre pur sempre segnalare che la Cina ha abituato gli analisti a ricredersi più volte, mostrando la straordinaria resilienza del "socialismo di mercato con caratteristiche cinesi". Esperimenti come quello di Wenzhou, con la legalizzazione "dal basso" del credito informale, potrebbero rispondere alle esigenze del sistema meglio dell'applicazione di sistemi regolamentari basati sull'esperienza occidentale, secondo prassi di quel capitalismo ibrido che appare sempre più problematico derubricare quale formula meramente "eterodossa" alla luce della rimarchevole efficacia espressa sino ad oggi.

Indice degli acronimi

ABC	Agriculture Bank of China
AMC	Asset Management Companies
BCE	Banca Centrale Europea
BOC	Bank of China
CDB	China Development Bank
CIC	China Investment Corporation
CSRC	China Securities Regulatory Commission
EUR	Euro
GEM	Growth Enterprises Market
HKD	Hong Kong Dollar
ICBC	Industrial and Commercial Bank of China
IDE	Investimenti Diretti all'Estero
IPO	Initial Public Offering
LGFV	Local-Government Financing Vehicles
NPL	Non-Performing loans
NSSF	National Social Security Fund
OMC	Organizzazione Mondiale del Commercio
PBOC	People's Bank of China
PCBC	People's Construction Bank of China
PCC	Partito Comunista Cinese
PIL	Prodotto Interno Lordo
QDII	Qualified Domestic Institutional Investors
QFII	Qualified Foreign Institutional Investors
RCC	Rural Credit Cooperatives
RMB	Renminbi
RPC	Repubblica Popolare Cinese
SAFE	State Administration of Foreign Exchange
SASAC	State-Owned Assets Supervision and Administration Commission
SHSE	Shanghai Stock Exchange
SZSE	Shenzhen Stock Exchange
TIC	Trust and Investment Corporations

TVE	Township and Village Enterprises
UCC	Urban Credit Cooperatives
USD	United States Dollar
ZES	Zone Economiche Speciali

Indice delle figure

- Figura 1 Andamento dell'interscambio commerciale Italia-RPC
- Figura 2 Quota della RPC sul complesso del commercio con l'estero dell'Italia
- Figura 3 Architettura del sistema finanziario cinese
- Figura 4 Banche statali e private nella RPC (miliardi di RMB)
- Figura 5 Tasso di cambio RMB/USD e HKD/USD

L'OSSERVATORIO DI POLITICA INTERNAZIONALE È UN PROGETTO DI COLLABORAZIONE TRA SENATO DELLA REPUBBLICA, CAMERA DEI DEPUTATI E MINISTERO DEGLI AFFARI ESTERI CON AUTOREVOLI CONTRIBUTI SCIENTIFICI.

L'OSSERVATORIO REALIZZA:

Rapporti

Analisi di scenario, a cadenza annuale, su temi di rilievo strategico per le relazioni internazionali.

Focus

Rassegne trimestrali di monitoraggio su aree geografiche e tematiche di interesse prioritario per la politica estera italiana.

Approfondimenti

Studi monografici su temi complessi dell'attualità internazionale.

Note

Brevi schede informative su temi legati all'agenda internazionale.

Approfondimenti già pubblicati:

- 40 - Il ruolo dei Social Network nelle Rivolte Arabe (CeSI - settembre 2011)
- 41 - Forze armate in transizione: il caso di Gran Bretagna, Francia e Germania (IAI - settembre 2011)
- 42 - Il Libano tra instabilità interna e influenze esterne (CeSI - ottobre 2011)
- 43 - La crisi nel Corno d'Africa (CeSPI - novembre 2011)
- 44 - La pirateria: che fare per sconfiggerla? (IAI- dicembre 2011)
- 45 - Finanziare la competitività dell'UE. Europa 2020, il quadro finanziario pluriennale e le sfide per l'Italia (ISPI - dic.2011)
- 46 - L'Italia e l'America latina. Insieme verso il futuro (CeSPI - gennaio 2012)
- 47 - L'eccezione Algeria e le possibili evoluzioni dello scenario (CeSPI - febbraio 2012)
- 48 - Cambiamenti climatici: il quadro dopo Durban (CeSPI - febbraio 2012)
- 49 - I temi della 56ª sessione della Commissione ONU sulla condizione delle donne (CeSPI - febbraio 2012)
- 50 - Il dibattito sulle prospettive dell'UE e dell'EURO in Germania, Francia, Regno Unito e Spagna (ISPI - IAI -febbraio 2012)
- 51 - I riflessi del ritiro americano sulla politica irachena (CeSI - marzo 2012)
- 52 - La Libia dopo Gheddafi (ISPI - CeSPI - marzo/aprile 2012)
- 53 - Il quadro finanziario pluriennale (QFP) e L'Italia (ISPI - maggio 2012)
- 54 - Percezioni nel mondo arabo della crisi siriana e della questione palestinese (CeSI - maggio 2012)

Le opinioni riportate nel presente dossier sono riferibili esclusivamente all'Istituto autore della ricerca.

Coordinamento redazionale a cura del:

Senato della Repubblica

SERVIZIO STUDI

Tel. 06.67062629 - e-mail: studi1@senato.it

SERVIZIO AFFARI INTERNAZIONALI

Tel. 06.67062989 - e-mail: segreteriaAAll@senato.it