

editoriale



Non si vedono cavalieri bianchi all'orizzonte che possano salvare le sorti del nostro Paese e quelle del Vecchio Continente. Si intravede però un cavaliere rosso¹: la Cina, che sembra avere l'interesse e le capacità di venirci in soccorso.

Le istituzioni internazionali come il Fondo Monetario Internazionale, ma anche Europa e Stati Uniti, pongono condizioni agli aiuti e all'assistenza. L'Italia e i Paesi europei in difficoltà intendono conservare la propria piena sovranità ed evitare il commissariamento. La Cina dal canto suo non sembra porre condizioni, e forse proprio questo ci inquieta. Che cosa ci chiederà o pretenderà in cambio? Qual è il suo interesse di fondo? Di solito non ci poniamo tutte queste domande quando a offrire il proprio aiuto sono

Paesi che condividono con noi storia, cultura, valori e filosofia politica. La ragione è che, pur integrandosi nell'economia globale, la Cina ha conservato le caratteristiche fondanti del suo sistema, in cui la mano visibile dello Stato tira tutte le leve dell'economia e fa capo a un partito che si definisce ancora oggi comunista. Insomma, nell'immaginario collettivo siamo di fronte a un nuovo "pericolo rosso" a cui si aggiunge un novello "pericolo giallo": sono diversi da noi, sono tanti, e alla fine prevarranno.

Eppure la Cina è un soggetto razionale e pragmatico e ha dimostrato di poter essere un attore responsabile della comunità internazionale. In un periodo di grande preoccupazione per la crisi del debito sovrano europeo e nonostante qualche segnale di rallentamento proveniente dalla propria economia, la Cina è l'attore che presenta oggi le migliori credenziali per intervenire. È l'unico Paese con abbondante liquidità e in grande espansione, con un solido apparato industriale e finanziario e un mercato domestico in grande crescita. Infine, la Cina non solo possiede i requisiti ma ha anche l'incentivo ad agire.

Seppur toccata dalla crisi, la Cina per ora si è relativamente rafforzata rispetto a USA ed Europa: basti l'esempio dell'incremento, tra il 2008 e oggi, della quota cinese sul PIL e sulle esportazioni mondiali. Nonostante sia la seconda economia del mondo, ha ancora un grande problema di immagine: la sua economia può rivelarsi però un efficace strumento di soft power. La Cina, che da anni propone accordi di libero scambio, aiuti umanitari e assistenza tecnica e scientifica nell'ambito della collaborazione Sud-Sud, ha l'opportunità unica di presentarsi come attore responsabile e benevolo anche nei confronti delle élite e delle opinioni pubbliche dei Paesi sviluppati. È chiaro che il primario interesse è decisamente più diretto e concreto: l'Europa a ventisette è il principale mercato per i beni cinesi e la Cina ha l'esigenza di gestire in maniera efficiente i suoi 3300 miliardi di USD di riserve valutarie, diversificando contestualmente il suo portafoglio di attività. L'imperativo è quello di massimizzare i ritorni e ridurre i rischi, come per tutti gli operatori economici razionali. Il problema è che puntare sull'Europa oggi, come noto, è ad alto rischio.

Il ruolo che già sta giocando e quello che assumerà la Cina per risolvere questa crisi non è ancora chiaro. Sicuramente si può sostenere che la Cina si fa portatore dei propri interessi nazionali come qualsiasi attore razionale e si può anche affermare che questo interesse nel breve termine coincide con quello europeo. Il timore, condiviso da molti, è che se la Cina ci aiuterà, non mancherà a un certo punto di presentarci il conto. In che termini?

In un intervento che riportiamo integralmente nella sezione "Documenti" l'Ambasciatore d'Italia in Cina **Massimo Iannucci** evidenzia come in poco tempo nel nostro Paese si è passati da

atteggiamenti negativi verso la Cina all'aspettativa di un salvataggio disinteressato.

Questo numero di Mondo Cinese è dedicato a scoprire chi è il cavaliere rosso della finanza internazionale, ovvero la Cina, per comprendere la struttura del sistema economico-finanziario e i suoi meccanismi di funzionamento, come opera all'interno del Paese e al di là della Grande Muraglia. Sullo sfondo è sempre presente lo Stato: regolatore, supervisore, operatore, creditore e arbitro del sistema. Un modello in cui la politica non subisce i mercati, bensì li utilizza.

Il numero si apre con un saggio di **Silvio Beretta e Giuseppe Iannini** che affronta il tema degli squilibri mondiali nel doppio circuito commerciale e finanziario imperniato attorno al rapporto tra Stati Uniti e Cina, i primi che consumano al di là delle proprie possibilità, l'altra che risparmia in eccesso. Gli Usa in duplice disavanzo (c.d. "twin deficits"), la seconda che assolve il ruolo di finanziatore del debito americano. Secondo alcuni autori questi squilibri sono alla radice della crisi economica globale perché i mercati finanziari non hanno svolto efficacemente il compito di intermediare il risparmio e ridistribuirlo a livello globale. Per ridurre gli squilibri gli USA dovranno riscoprire la virtù del risparmio e la Cina fare passi più decisi per rivedere il suo modello di crescita fondato su investimenti ed esportazioni nette². Non è tuttavia chiaro, secondo gli autori, cosa comporterà un nuovo equilibrio globale per il sistema finanziario internazionale a cui la Cina, tra l'altro, ha partecipato solo marginalmente essendo il renminbi non pienamente convertibile in conto capitale.

Come noto, la Cina ha storicamente privilegiato flussi di investimento diretto estero in entrata e (successivamente) in uscita, mentre ha controllato se non ostacolato gli investimenti di portafoglio. Come spiega **Gloria Bartoli** nel suo articolo, nonostante la Cina abbia ricercato e ottenuto un maggiore peso nelle istituzioni finanziarie globali come FMI e Banca Mondiale, durante la crisi ha preferito investimenti diretti a quelli in debito sovrano. Bartoli sostiene che la riforma del sistema finanziario è un elemento cruciale per favorire il ri-orientamento della crescita verso i consumi. Questa riforma include la liberalizzazione dei tassi d'interesse, lo sviluppo del mercato dei capitali e la riforma del sistema del cambio. Eppure, evidenzia Bartoli, c'è una contraddizione tra la ricerca di un ruolo internazionale del renminbi e le restrizioni al suo uso. La piena convertibilità del renminbi è nei programmi di Pechino ma non è dato sapere quando avverrà. Resta il fatto che la Cina si prepara con prudenza ad abbandonare quei controlli sui capitali che l'hanno isolata dalla crisi finanziaria asiatica del 1997-1998 e da quella globale cominciata nel

2008; controlli che al momento limitano però l'internazionalizzazione del renminbi.

Proprio il tema della valuta cinese e della sua rivalutazione è al centro delle analisi di **Francesca Caselli** che nel suo articolo analizza gli effetti di una rivalutazione, richiesta ripetutamente dagli Stati Uniti, sui prezzi di beni importati ed esportati dalla Cina. I risultati empirici dello studio evidenziano che le esportazioni sono influenzate dai movimenti del tasso di cambio mentre le importazioni risentono piuttosto della competitività commerciale complessiva della Cina misurata dal tasso di cambio effettivo reale del Paese³. Caselli giunge alla conclusione che solo un peggioramento della competitività cinese nei confronti di tutti i propri partner commerciali determinerebbe un impatto negativo sulla propria bilancia commerciale contribuendo alla riduzione degli squilibri globali.

Nel suo saggio **Alessandro Magnoli Bocchi** identifica i principali fattori di rischio che potranno incidere sulla capacità della Cina di sostenere tassi di crescita elevati nei prossimi anni e le sfide che il Paese dovrà affrontare nel medio e lungo termine. Pur rimanendo positivo il giudizio sulle prospettive economiche in Cina egli sostiene che il modello di crescita, basato su surplus di fattore lavoro, elevati profitti del settore industriale, risparmio forzato e basso costo del denaro che alimentano investimenti ed esportazioni nette sta causando dei rischi di breve termine: inflazione, bolle nel settore immobiliare e crediti non esigibili nel settore bancario. Magnoli Bocchi osserva che maggiori consumi sono ostacolati dall'insufficiente rete di sicurezza sociale, che sostiene ancora risparmi di natura precauzionale e riduce la propensione al consumo, assieme alla mancata liberalizzazione finanziaria in un sistema in cui i tassi d'interesse privilegiano la produzione a scapito dei consumi, e a un tasso di cambio sopravvalutato. Magnoli Bocchi conclude sostenendo la necessità di una migliore allocazione delle risorse per esempio tramite l'arretramento dello Stato a vantaggio delle forze del mercato.

La presenza dello Stato nell'economia è tuttora l'elemento distintivo del modello cinese di socialismo di mercato e questo emerge chiaramente nella parte centrale del numero dedicata a comprendere l'architettura del sistema finanziario e monetario cinese, le sue caratteristiche e peculiarità dal punto di vista istituzionale e di funzionamento.

Wang Jingyi presenta struttura e istituzioni del sistema monetario cinese, illustrando le interazioni tra i principali attori, in particolare la Banca centrale, i processi decisionali e i principali strumenti a disposizione. Una volta tracciato il quadro di riferimento, propone infine alcune prospettive interpretative della situazione attuale e delle problematiche del sistema monetario in Cina.

L'articolo di **Giovanni Ferri** è dedicato ad analizzare i problemi di sostenibilità del sistema bancario cinese, considerato negli ultimi anni uno dei principali elementi di criticità del sistema cinese. Ferri mette a confronto in particolare i problemi che il sistema bancario cinese ha affrontato all'inizio del millennio rispetto al periodo attuale e conclude in maniera allarmante sostenendo che, se è vero che i timori attuali possano essere esagerati così come si dimostrarono dieci anni fa, è anche vero che l'attuale scenario internazionale e le possibilità di crescita sono decisamente peggiori rispetto al periodo precedente. In particolare, con riferimento agli scenari attuali, l'autore si sofferma sulle sfide attuali del sistema bancario che rispetto all'inizio degli anni duemila discendono dai possibili effetti di un hard-landing dell'economia cinese piuttosto che dalle connessioni politiche tra Banche commerciali di Stato e Società di Stato.

Nell'esaminare le caratteristiche e le problematiche del sistema finanziario cinese, in una prospettiva comparata e storica, **Mariapia Pazienza e Thomas Rosenthal** soffermano l'attenzione sul sistema bancario e sulla necessità di riforma, condivisa dal Governo cinese e dalle istituzioni internazionali. Nonostante una serie di riforme e tentativi per de-politicizzare, commercializzare e rendere più efficiente il sistema bancario cinese, gli istituti di credito continuano a godere di un trattamento privilegiato da parte dello Stato che garantisce loro sussidi e la generazione di extra profitti. Grazie alla protezione dalla concorrenza internazionale e al c.d. "gigantic country effect", che deriva dal suo immenso mercato interno, per demografia e propensione al risparmio, anche il settore bancario in Cina ha visto l'emergere di grandi player locali con la presenza di tre banche cinesi tra le prime quattro del mondo per capitalizzazione. Nonostante questo, il settore bancario è generalmente ripiegato al suo interno e la prospettiva non può che essere quella di una maggiore internazionalizzazione delle istituzioni finanziarie cinesi che vedrà un'accelerazione con la fine dei controlli in conto capitale e l'internazionalizzazione della valuta cinese.

Il sistema bancario rappresenta ancora il principale canale di finanziamento in un contesto in cui i mercati dei capitali, in particolare obbligazionari e azionari, sono ancora in via di sviluppo. Sul totale dei finanziamenti, i prestiti bancari rappresentano il 62% del totale. E le banche sono tutte controllate dallo Stato.

Se è vero che il mercato dei bond è relativamente immaturo e rappresenta solo un canale marginale di finanziamento per le imprese, è anche vero che ha visto una crescita esponenziale negli ultimi anni. Come spiega nel suo articolo **Scott Kennedy**, questo sviluppo

del mercato obbligazionario è stato accompagnato e reso possibile dal rapido sviluppo delle agenzie di rating domestiche perché i titoli delle banche e del tesoro sono gli unici a non dover essere sottoposti a valutazione. Tuttavia, dato l'atteggiamento ambivalente dello Stato nei confronti del settore privato, non sorprende il fatto che non si sia assistito a una corrispondente crescita nell'influenza degli operatori cinesi del settore. A livello internazionale la perdita di credibilità delle agenzie di rating di matrice anglosassone, in particolare delle Big Three (Fitch, Moody's e Standard & Poor's), viziate dal conflitto d'interesse di fondo di essere pagate dall'emettitore e non dagli investitori e che alcuni ritengono aver avuto un ruolo nell'aggravare l'attuale crisi, ha aperto nuove opportunità per gli operatori cinesi. In questo contesto Dagong Global Credit Rating Agency, la più grande agenzia di rating cinese che aprirà i propri uffici Europei a Milano, ha l'occasione di ricavarsi uno spazio. In un settore in cui indipendenza e reputazione sono di fondamentale importanza il fatto di provenire da un contesto come quello cinese non aiuterà certo Dagong ad accreditarsi agli occhi del mercato che tuttavia accoglierà con piacere un nuovo operatore.

La ricchezza del Fondo Sovrano cinese, China Investment Corporation, ha le sue origini proprio nei citati squilibri di bilancia commerciale tra la Cina e i Paesi avanzati, in particolare gli USA. Le operazioni del China Investment Corporation sono paradigmatiche della maniera con cui la Cina si internazionalizza dal punto di vista economico e finanziario: uno sforzo di sistema che coinvolge le imprese, il sistema bancario e lo Stato. L'articolo di **Quadrio Curzio**, **Valeria Miceli** e **Thomas Rosenthal** evidenzia proprio la strategia economica e politica del fondo sovrano cinese nel mercato dei capitali internazionali. Come e forse più di altri fondi sovrani CIC è guardato tanto con interesse quanto con sospetto essendo un veicolo finanziario sostenuto dal governo di un regime autocratico con crescente peso geopolitico.

Dopo avere descritto la struttura, i meccanismi di funzionamento e le criticità del sistema finanziario cinese gli articoli di **Carlo Montagna** e Silvia Guizzo evidenziano le opportunità per le imprese derivanti dalla graduale liberalizzazione del conto capitale e dalla crescente internazionalizzazione della valuta cinese che complementano le strategie più tradizionali di approccio al mercato. L'articolo di Montagna si concentra su un tema di grande attualità, l'accesso al mercato dei capitali cinesi, in particolare tramite la quotazione in borsa. Montagna considera due alternative, il listing alla borsa di Shanghai oppure la quotazione in borsa sulla piazza di Hong Kong che

è stata scelta recentemente da grandi imprese europee tra cui l'italiana Prada, un'opzione che viene guardata con interesse da altri operatori italiani ed esteri. Il contributo di **Silvia Guizzo** sintetizza le principali misure che hanno scandito, con un'accelerazione negli ultimi anni, l'internazionalizzazione della valuta cinese e le opportunità che si aprono in termini di nuovi servizi e prodotti finanziari.

Nella sezione "Osservatorio" abbiamo dato spazio a due contributi sul private equity, in quanto la Cina è diventata uno dei principali poli di attrazione di questi flussi di capitale. **André Loesekrug-Pietri** espone i risultati di una ricerca realizzata dalla Camera di Commercio dell'Unione Europea in Cina in collaborazione con Bain & Company sull'impatto economico e sociale del private equity in Cina. Il secondo contributo è un caso di studio a cura di **Alberto Rossi** sulle operazioni di Mandarin, fondo di private equity sino-italiano, condito da un'intervista al suo managing partner Lorenzo Stanca che ha messo in evidenza, tra l'altro, gli investimenti in varie imprese sull'asse Italia-Cina e nelle operazioni europee della già citata società di rating Dagong.

Il numero si conclude con due interviste a cura di **Mariangela Pira** a due personalità di spicco del mondo della finanza cinese: Jing Ulrich, Direttore generale e Presidente di J.P. Morgan Global Markets per la Cina e tra le donne più influenti al mondo, e Andy Xie diventato famoso per aver previsto l'attuale crisi, ma più recentemente per un provocatoria intervista su *Il Corriere della Sera* in cui faceva una critica sferzante all'economia italiana e ammoniva la Cina a "non fare beneficenza" (*ipse dixit*) all'Italia. Per la cronaca, questa dichiarazione avveniva a sole due settimane di distanza da un intervento del Presidente della Rpc Hu Jintao che esortava le imprese cinesi a investire nel nostro Paese durante la visita del Presidente del Consiglio Mario Monti in Cina. Doveri di ospitalità? ■

Thomas Rosenthal Mariapia Pazienza*

*Gli autori ringraziano il Professor Ignazio Musu per il prezioso contributo alla realizzazione di questo numero.

NOTE

- 1.** In finanza, la tecnica del cavaliere bianco viene usata come difesa per impedire la scalata di una società da parte di un acquirente e consiste nell'invitare una società amica ad acquistare una quota significativa di azioni in modo da sottrarle alle mire dell'acquirente ostile e far fallire il tentativo di scalata.
- 2.** In effetti, durante la crisi, le esportazioni nette hanno contribuito marginalmente o negativamente alla crescita del PIL mentre investimenti e consumi sono stati i principali driver di crescita.
- 3.** Una media ponderata dei tassi di cambio reali bilaterali, dove i pesi rappresentano l'importanza dell'interscambio commerciale tra il paese in questione e i suoi partner commerciali.