

ECONOMIE EMERGENTI

Emerging Economies

A CURA DI

Donatella Saccone

Università di Torino e Osservatorio sulle Economie Emergenti - Torino (OEET)

GLI AUTORI

Alessia A. Amighini, Università del Piemonte Orientale e ISPI

Andrea E. Goldstein, OECD Investment Division

Lino Sau, Professore associato di Economia Politica, Università di Torino

Mario Deaglio, già Professore ordinario di Economia Internazionale, Università di Torino, e direttore di OEET

Roberto Ippolito, Debt and private equity investor

Vittorio Valli, Professore emerito, Università di Torino, e direttore associato di OEET

OEET

Osservatorio sulle Economie Emergenti - Torino

Turin Centre on Emerging Economies

L'Osservatorio è stato costituito nel 2014 a Torino da

un gruppo di studiosi di economia internazionale e

di sviluppo comparato, grazie ad un contributo della

Compagnia di San Paolo. OEET è un centro no-profit

indipendente dedicato allo studio e al monitoraggio delle

maggiori economie emergenti e alla disseminazione

dei risultati degli studi economici sui paesi emergenti a

imprese, istituzioni ed al pubblico colto.

CONTATTI

OEET

Osservatorio sulle Economie Emergenti - Torino

Turin Centre on Emerging Economies

Via Ponza, 4/E

10121 Torino - Italy

Tel: 0039 011 5591611

donatella.saccone@unito.it

www.osservatorio-economie-emergenti-torino.it

IL RALLENTAMENTO DELL'ECONOMIA CINESE E LA CRISI DELLA FINANZA: MINACCE, SFIDE E PROSPETTIVE

La scorsa estate il mondo della finanza è stato ripetutamente scosso dalle turbolenze registrate nel mercato finanziario cinese. Iniziato a giugno e aggravatosi nel corso di tre caotici giorni di agosto, il crollo del mercato azionario cinese ha avuto conseguenze su tutti i principali mercati finanziari internazionali. Ad oggi, nel bel mezzo dell'autunno, i dati confermano il sospetto di un persistente rallentamento della crescita economica cinese. Anche se la Cina sta ancora crescendo ad un impressionante tasso del 6,8%, sembra che i dati ufficiali stiano cercando di mascherare una più profonda inversione di tendenza nei tassi di crescita, comunque al di sotto degli usuali livelli straordinari.

Ciò che è certo è che il governo cinese sta implicitamente confermando questi segni di debolezza economica e finanziaria attraverso l'adozione di una serie di misure che, per la prima volta, rompono nettamente con il passato: le tre svalutazioni consecutive dello yuan ad agosto, i ripetuti tagli ai tassi di interesse, la riduzione delle riserve bancarie obbligatorie e, proprio negli ultimi giorni, l'allentamento della politica del figlio unico, sono tutti esempi di ingenti sforzi per correggere problemi strutturali non più sostenibili.

Quanto questi segnali di crisi possano essere destabilizzanti e persistenti è oggetto di dibattito tra gli analisti e gli operatori economici. Senza la pretesa di essere esaustivo, questo numero di Economie Emergenti prova parzialmente a rispondere a questo interrogativo mettendo insieme alcuni pezzi del puzzle. Una overview sull'economia cinese, in prospettiva storica, è fornita da Mario Deaglio, che ne sottolinea i principali squilibri economici e sociali e discute i nuovi venti di cambiamento portati dall'attuale classe dirigente. Vittorio Valli va dritto al punto, interrogandosi sulla reale esistenza di una crisi della finanza cinese e guardando agli sviluppi di lungo periodo, mentre Alessia Amighini e Andrea Goldstein esaminano la bozza del 13° Piano Quinquennale alla luce del rallentamento economico. Le fragilità del settore finanziario sono messe in luce da Roberto Ippolito, secondo il quale sono gli indicatori sull'indebitamento a rappresentare la fonte di maggior preoccupazione. Infine, Lino Sau commenta le recenti svalutazioni dello yuan leggendo in esse il rischio di una nuova guerra globale delle valute.

Al di là dei differenti punti di vista dai quali gli autori osservano i recenti avvenimenti in Cina, vi è un filo comune: tutti sono d'accordo sul fatto che sia troppo presto per dire se questi avvenimenti siano difficoltà transitorie in un glorioso percorso di crescita o, piuttosto, i piedi d'argilla di un gigante che sta vacillando. L'unica certezza è che previsioni affidabili sul futuro dell'economia cinese non possono essere fatte senza tenere in considerazione, nel bene o nel male, le sue specificità. ■

Donatella Saccone

CHINA'S ECONOMIC SLOWDOWN AND THE CRISIS OF FINANCE: THREATS, CHALLENGES AND PERSPECTIVES

This past Summer, the financial world was repeatedly unsettled by the turbulences on the Chinese financial market. Rising on June and bursting over three chaotic days of August, the equity crash impacted on all the main international stock markets. Nowadays, in the middle of Autumn, data confirm the suspect of a persistence in the slowdown of the Chinese economic growth. Even if China is growing at a still impressive rate of 6.8%, it seems that official data are trying to hide a deeper downturn in the rates of growth, in any case below the usual extraordinary levels.

What is certain is that China's government is implicitly confirming these signs of economic and financial weakness by adopting, for the first time, measures markedly breaking with the

past: the three consecutive devaluations of the yuan last August, the recurring cuts of interest rates, the reduction of bank's reserve requirements and, just few days ago, the relaxation of the one-child policy, have all been examples of huge attempts to adjust structural problems that are no longer sustainable.

How much these signals of crisis can be perturbing and persisting is object of an intense debate among analysts and economic actors. Without claiming to be complete, this number of Emerging Economies tries to partially answer this question by fitting together some pieces of the puzzle. An overview of the Chinese economy in historical perspective is provided by Mario Deaglio, who underlines the main economic and social unbalances and discusses the new wind of change brought by the current ruling class. Vittorio Valli comes straight to the point, by wondering about the existence of a crisis in the Chinese financial market and looking at the long run developments, while Alessia Amighini and Andrea Goldstein examine the draft of China's 13th Five-Year Plan in the light of the economic slowdown. The fragilities of the financial sector are highlighted by Roberto Ippolito, according to whom debt represents the main source of concern. Finally, Lino Sau comments the recent devaluations of the yuan and points out the risk of a new global currency war.

Besides the different points of view from which the authors observe the recent facts about China, there is a common thread: they all agree that it is too early to say whether these facts are just transitory difficulties on a glorious path of growth, or rather the feet of clay of a stumbling giant. The only certainty is that reliable forecasting on the future of the Chinese economy cannot be done without taking into account its own specificity, for better or for worse.

Donatella Saccone

CHINA, AN OVERVIEW

Mario Deaglio, *University of Torino*

Introduction: economists don't have GUTs

Up to a quarter of a century ago, economists were comparatively lucky. They could build their models and play with them, assuming that social, political and strategic dimensions of economic problems would remain roughly unchanged; this was a reasonable assumption, inherited from a world frozen by the Cold War and the results and forecasts they produced were satisfactory, often more than satisfactory.

Then the Berlin Wall went down and the Chinese GDP started to go up at the extraordinary yearly rate of 10 per cent or more; the Soviet Union disappeared and the euro appeared; the Baltic States left the Russian orbit and most of Eastern Europe entered the European Union. One might also add that in the West the middle class started contracting rapidly while in East Asia its numbers swelled. No wonder economic models went badly wrong, with economic forecasts having to be hurriedly modified, generally downwards, by the IMF and the OECD.

What is the reason of all this? To put it simply, social scientists, and economists in particular, don't have GUTs. By GUTs I mean Grand Unified Theories, a term borrowed from physics to describe very complicated sets of interactions between different forces. In Social Sciences, a GUT would be a unified explanation of economic, social, political and strategic variables, something that Marx, Pareto and Schumpeter variously attempted.

In the last decades of the XX century, economists at the Chicago School tried bravely to unify these different forces under the banner of rational expectations and rational behavior (Robert Lucas); some of its main representatives developed an economic theory of politics (Gordon Tullock and James Buchanan) others went further, putting forward economic explanations of free time and of marriage (Gary Becker). All this floundered when largely irrational behavior brought about the so-called Great Recession; this serious worldwide economic setback brought about, as a side effect, the downfall of the extreme forms of rationality applied to human behavior. This has sent the reputation of economists to unexpected lows.

The need for a unified approach to the analysis of China

Which brings us to China. My argument is that, to properly understand present-day China, in the absence of a "Grand Unified Theory for the Social Sciences", we must at least attempt a "unified approach", precisely because the Chinese leadership uses a unified approach towards both internal and external problems.

The post-cultural revolution Chinese leadership had this unified approach very clearly in mind. They borrowed from traditional Chinese philosophy the concept of harmony. Their conception of the universe was, and still is, that the Chinese Communist Party (CCP) is at the center of China and China is at the center of the world. It is not by chance that the Mandarin word for China is "Middle Country", or "Middle Kingdom".

Chinese global strategy is like a Chinese puzzle ball, made up of several concentric spheres, enclosed one into the other, each rotating freely and hardly touching any other sphere. The Chinese concept of harmony, translated into social science, actually means that you must take China as a whole: ideology, strategy, society, and, of course, economics must all be coherent parts of this whole. Mere economic or political analysis is too one-sided and risks going badly wrong. To put it in other words, every economic problem has a political dimension, every political problem has an economic dimension and both economic and political problems interact with society and with the whole world. To guarantee peace and progress – and bolster China's central role - all these variables must move in an integrated, coherent and harmonious way.

China and the birth of globalisation

To give but one example, harmony means that Communism and the profit motive may peacefully coexist, with the CCP throwing its doors open to businessmen as part of a highly complex compact. Having been granted a large degree of economic freedom, businessmen must recognize the "leadership" of the CCP and give up prospects both of a swift recognition of most Western-style individual liberties and of an equally swift transformation of China into a total market economy. Together, the CCP and business must oversee and engineer the transformation of the Chinese economy, which has implied an orderly mass migration of awe-inspiring proportions from agricultural to urban areas, providing both jobs and infrastructures for this structural change.

This interaction has had a powerful foreign policy angle with China accepting the implicit offer of the G-countries (at the time G-6, with Italy participating for the first time) at Rambouillet (France) in October 1975. The “capitalist” powers were in a difficult position after the American humiliating withdrawal from South Vietnam, earlier in the year; about a dozen Vietnamese-type guerrilla movements were threatening pro-Western governments in as many East Asian countries.

The G-6 offered free trade to China, as well as other Asian countries, regardless of their economic and political principles; Peking responded two and a half years later by setting up the first Special Economic Zone (SEZ) at Shenzhen, at the time a coastal township with 12,000 inhabitants, now a thriving urban area with considerably more than 12 million inhabitants,

During the following thirty years a massive and orderly human wave of 10-15 million agricultural workers a year left the impoverished countryside (per capita income around \$1,000-3,000) for the new “exploding” urban areas where “capitalists” were leading the way in building new factories and introducing new technologies, pushing average per capita income up to the \$10,000-12,000, while the bulging middle classes managed to nearly double this figure.

The industrial scene witnessed one of the swiftest structural changes in history, fuelled by an incredible 45-50 per cent of GDP devoted to investment, while household consumption remained below 40 per cent and booming industrial production accounted for about 45 per cent of GDP.

This huge structural shift was supported by the formation of yet another equilibrium: spurred by SEZs, China ran a huge trade surplus and invested it mainly in US Treasuries. Thus a MAD (Mutual Assured Destruction) equilibrium – to use an appropriate Cold War term – arose: China must invest mainly in US Treasuries for lack of alternatives (the euro has been only a partial, and later, substitute) and the US depended, directly or indirectly, upon Chinese demand for Treasuries to keep the cost of money low.

“Capitalist” strategists thought that China would merely copy advanced countries’ production processes and master the simplest technologies. They vastly underrated the Chinese: China is now present in practically all technological fields, competes with the US not only for the title of largest national economy in the world but also for the amount of GDP spent on scientific research and on investment in the developing world. Massive exports to the rich countries started with low cost textiles and, in a couple of decades, moved to advanced technologies ranging from aerospace to oil, from cars to computers. Chinese companies set out to invest in Africa and South America and are buying into the capital of important companies in rich countries. The acquisition by Lenovo, a Chinese computer company, of IBM’s personal computer branch in 2005 is just one of a very long series of similar activities.

As a result of a massive educational drive (with every high school student being taught English, and most University education being given in English) in little more than a decade, according to some extrapolations, there might be more English-speakers in China than in the US.

The price of expansion

All this has fundamentally altered the global economic structure and pushed the world’s economic center of gravity sharply East, where, according to the work of Angus Maddison, it had firmly rested until the Industrial Revolution. It has been a Long March, a triumphant march in many ways. There is, however, another side to the coin.

China has paid a considerable price for its economic buoyancy. First, in economic terms, it has overshot its targets. It concentrated its investments to a large extent in heavy industry; this is probably a necessary step for large countries, but the production of cement and steel, as well as of coal-generated electricity to power new factories, has just been too much. With industry as a whole accounting, in certain years, for nearly 50 per cent of GDP, China had to find steel markets abroad while at the same time suffering an unprecedented air and water pollution.

At the same time, starting in the eighties-nineties, there were signs that once enthusiastic popular consensus for the change was now waning. Factory workers started demanding higher wages and huge – scantily reported – strike waves swept industrial areas. With production costs rising, the balance of payments stopped being robustly positive.

The Chinese discovered that they were not one people: the Tibetan minorities were spread in many areas of Southern China, while the Turkish speaking Uyghurs were a majority in the strategically important Xinjiang province; the semi-autonomous Hong Kong area resented Peking’s imposition that the Peking version of Mandarin Chinese be used in the former British colony for administrative and political purposes. The Falun Gong sect resisted a crackdown in 1999 and Christian minorities pressured for more freedom.

Social problems were caused or heightened by China’s very success: peasants had turned blue-collars and their children had received an education. However, insistence on heavy industry meant that it was difficult for the educated young to find suitable jobs, i.e. jobs that matched their ambitions and expectations. While their unrest became evident, also the local political élites attracted criticism for their involvement in profiteering and corruption.

Success, strains and stresses

The time was ripe for a change of leadership. The era of pragmatism inaugurated by Jiang Zemin, who took upon himself the task of reuniting the country after the 1989 Tiananmen revolt, was marked by the opening of the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges in that very year, followed in 1992 by renewed economic and political ties with Russia.

China fully entered the world political and economic arena in the new century: in November 2001 it joined the WTO, in February 2002 it hosted the visit of the US President George W Bush. In 2003, Jiang Zemin handed power over to Hu Jintao, after a decade of expansion and enrichment, a thoroughly peaceful passage. The launch of China’s first manned spacecraft in October 2003, the signing of a trade agreement with 12 South East Asian countries in November 2004, the first China-Africa conference in Peking in November 2006 epitomized the slow, sure Chinese rise on the world stage, with politics, the economy and society apparently marching in step, or in harmony, as the Chinese would prefer to say.

The 2007 world financial crisis, which in 2008 overcame the boundaries of finance, hit the world economy as a whole and turned into a more general phenomenon - often referred to as the Great Recession - enhanced China's world standing. The People's Republic experienced a mere temporary dip in its growth rate and indeed became one of the few "economic engines" of a globalized world. During the Recession, its share of the main world economic indicators increased considerably and so did its weight both in the world economy and in world politics. But China was feeling the strains and stresses, as shown in the above paragraph.

New leadership, new plans

Hu Jintao's ten year period expired in 2013, and time was appropriate for another change in leadership. Xi Jinping took over as President of the People's Republic of China on March 14th 2013. He came from a "political family": his father, a high-ranking CCP member, "fell in disgrace" during the Cultural Revolution but was later the man behind the setting up of the ZES.

Xi's action appears to be three-fold:

1. Redress the income distribution imbalances which are threatening Chinese consensus, a fundamental ingredient of China's economic success. To do this, the new administration:
 - has used a strong hand against corruption, including bringing to trial well known components of the CCP élite. In this process, the hold of Peking on regional governments has strengthened considerably;
 - has increased state finance for huge infrastructural plans including the building of a 35,000 kilometers high speed railway system, an impressive way to unite the country;
 - moved to speed up the implementation of a national health network, giving more room to state (and basically free) hospitals and other installations which is meant to give relief to tens of millions family budgets.
2. Counter the danger of a financial crisis through strong intervention and rule changing in the financial markets, while accepting a physiological slow down of the GDP growth rate. This has implied a stronger hand in telling large public or semi-public concerns what to do and not to do in financial markets.
3. Follow a "double-path" foreign policy, bent, on the one hand upon strongly asserting China's influence and territorial supremacy in neighbouring Asia (including the commercially vital South China Sea) and on the other favouring internal consolidation to further large presence on the larger global scene.

In implementing point 3), China has been the driving force behind the BRICS Development Bank (headquartered in Shanghai), with an authorized capital of \$100bn. This has been largely seen as a move to bypass the World Bank, that China has always considered as a "rich country preserve". China has also actively sponsored the Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) which has attracted European, as well as Asia attention. Here again the authorized capital is \$100bn.

Will they succeed? Too early to tell. The world, and the world economy in particular, is an unstable place and while everybody seems to be worrying about China's slowdown, they should perhaps be worrying that, for structural reasons, China's continuous growth will probably be less stimulating. The Chinese can themselves build most of the high tech products they would have imported five, or perhaps ten years ago. And it is perhaps appropriate to end with a quote by Confucius: "It does not matter how slowly you go, as long as you do not stop". The Chinese are expecting to go a bit (but only a bit) more slowly but certainly have no intention to stop. ■

VI È UNA CRISI NELLA FINANZA CINESE?

Vittorio Valli, Università di Torino

Vi è una grave e duratura crisi nella finanza cinese? La risposta è probabilmente negativa visto l'inizio del riassorbimento della crisi borsistica di questa estate. È tuttavia elevato il pericolo di una crisi assai più seria nel medio-lungo termine.

Nel giugno-agosto 2015 la bufera avvenuta nella finanza cinese, col crollo della borsa valori di Shanghai, ha avuto un grande impatto sull'economia cinese, ma anche sui mercati finanziari mondiali, portando a forti, anche se temporanee, cadute negli indici di borsa delle principali piazze finanziarie mondiali.

Le preoccupazioni dei mercati finanziari mondiali erano anche alimentate da un duplice fenomeno: lo scoppio della bolla immobiliare e il vistoso rallentamento tendenziale della crescita economica cinese.

Il prezzo degli immobili, che era cresciuto grandemente nel 2013 e nella prima metà del 2014, era poi caduto fino all'estate del 2015. Il tasso di crescita del PIL reale, che era stato in Cina del 9,5 % nel 2011, era poi sceso al 7,3 % nel 2014 e al 6,8% nel 2015, secondo le stime preliminari del Fondo Monetario internazionale.

Va tuttavia notato che una crescita del PIL reale del 6,8% nel 2015 sarebbe considerata eccezionale in gran parte dei paesi del mondo. È più di due volte e mezza quella degli USA, oltre quattro volte quella della Germania e circa otto volte quella della, assai timida, ripresa economica dell'Italia. La dinamica della finanza della Cina va tuttavia valutata in un arco temporale assai più ampio. Nel lungo periodo un paese si dota di una finanza più vasta e più solida se si verificano tre principali condizioni: a) se aumenta la ricchezza complessiva del paese, comprendendo sia la ricchezza delle famiglie, sia quella delle imprese e dello Stato, b) se il paese si dota di un sistema finanziario equilibrato ed efficiente, c) se il governo e le autorità monetarie possiedono gli strumenti per esercitare un adeguato controllo del mercato finanziario nazionale in caso di scoppio di una crisi. È importante sottolineare la grande rilevanza, troppo spesso sottovalutata nelle analisi economiche, dei rapporti tra stocks (come la ricchezza) e flussi, quali il reddito, gli investimenti e i consumi. Forti e subitaneamente cadute dei prezzi di variabile stock, come, ad esempio, gli immobili o le azioni, possono determinare sconvolgenti onde d'urto sull'economia, come è successo in Giappone nel 1990 -91 e negli Stati Uniti nel 2007-08, e ciò può portare a drammatiche crisi finanziarie e reali¹.

¹ Per un'analisi più dettagliata dei rapporti stocks-flussi e delle interconnessioni fra crisi finanziarie e reali si veda V. Valli (2013). "New economic policies in a chan

Più grande quindi è lo stock di ricchezza, più grande è, a parità di altre circostanze, la potenza finanziaria di un paese, ma più dirompente può essere l'impatto di una forte riduzione dei prezzi delle azioni o degli immobili sul normale funzionamento dei mercati finanziari e della economia reale.

La letteratura economica è colma di lavori sulle bolle speculative di breve periodo sul mercato delle azioni e delle altre attività finanziarie e su quello degli immobili, ma è troppo scarsa e certamente inadeguata sulle bolle strutturali, che montano gradualmente in molti anni o decenni. Com'è avvenuto in Giappone dagli anni 1950 alla fine degli anni 1980, o negli USA prima del 2007, o come sta avvenendo in Cina negli ultimi due decenni, vi può essere infatti il progressivo gonfiarsi di gigantesche bolle strutturali nel mercato azionario e nel mercato immobiliare, sia pure interrotte in diverse occasioni da ampie fluttuazioni e temporanee brusche cadute degli indici azionari e del mercato immobiliare.

In Cina le bolle strutturali di lungo periodo nei mercati azionari e immobiliari sono state rafforzate sia dall'elevata crescita economica del paese, sia dalle politiche economiche decise dal governo dopo il 1978, che hanno favorito il graduale ampliamento del mercato e della proprietà privata, o, come nel caso degli immobili, anche della proprietà d'uso degli stessi per periodi assai lunghi (70 anni per gli immobili residenziali).

L'enorme propensione al risparmio delle famiglie cinesi e l'aumento tendenziale molto forte delle imprese private e delle disuguaglianze economiche hanno contribuito a creare una sempre più ampia classe di nuove ricche o di persone agiate e hanno alimentato le bolle strutturali finanziarie e immobiliari. Un'idea dell'ampiezza di tali bolle può essere data dal fatto che, nonostante le recenti crisi, l'indice composito della borsa valori di Shanghai è cresciuto di oltre 4,5 volte dall'ottobre 1995 ad oggi e il volume degli scambi nelle borse di Shanghai e Shenzhen si è da allora ingigantito. A sua volta l'indice dei prezzi degli immobili in Cina è all'incirca quadruplicato nello stesso periodo ed è salito assai più della media in grandi città come Shanghai e Pechino.

Va notato che il volume di attività nell'edilizia in Cina, pur con ampie fluttuazioni, è salito negli anni 2000 in maniera impressionante (di circa il 25% l'anno) contribuendo in modo decisivo alla fase di rapidissima crescita e poi al recente rallentamento dell'economia cinese. Nel 2014 il settore delle costruzioni già rappresentava una parte importante del PIL cinese e le case costituivano circa il 43% della ricchezza delle famiglie, mentre il 9% era rappresentato dal possesso delle azioni. Per un confronto, negli USA tali percentuali erano il 23% per le case e il 36% per le azioni². Tuttavia in Cina non vi è la strettissima interconnessione esistente negli Stati Uniti tra settore immobiliare e finanza, per cui è più difficile che una seria crisi immobiliare determini una grave crisi finanziaria, come è accaduto negli USA nel 2007-08. Infatti, "il rapporto tra il debito per i mutui ipotecari e le attività immobiliari è in Cina solo il 7%, e i compratori di immobili cinesi debbono versare il 30% del valore degli stessi per poter avere un mutuo ipotecario di primo grado³.

Veniamo ora alla seconda e alla terza condizione di una finanza solida: ha la Cina un sistema finanziario equilibrato ed efficiente e strumenti di regolazione e controllo efficaci?

Sul primo problema si hanno seri dubbi. Le banche cinesi sono in prevalenza statali e finanziano in larga misura le grandi imprese statali, spesso trascurando le piccole e medie attività cooperative e private in rapida crescita. Si è creato in tal modo un "sistema bancario ombra", ben trattato in questo numero nel contributo di Ippolito, che finanzia le imprese piccole e medie. Le banche ufficiali, "il sistema bancario ombra", diversi enti locali e, in misura minore, lo Stato centrale e le famiglie, hanno registrato negli anni 2000 un forte aumento del rapporto debito/PIL sebbene in totale tale rapporto sia non di molto superiore a quelli di Stati Uniti e Germania. Va tuttavia ricordato che la situazione finanziaria di numerose grandi imprese statali è notevolmente migliorata dopo i grandi processi di snellimento, ristrutturazione e riconversione della fine degli anni 1990. Le borse valori cinesi sono quelle di Shanghai e di Shenzhen, operative solo dall'inizio degli anni 1990, ma va ricordato che anche la borsa valori di Hong Kong tratta numerose azioni di imprese cinesi che rappresentano circa metà della sua capitalizzazione totale.

Sommando la capitalizzazione delle due principali borse cinesi e la metà di quella di Hong Kong si ha la seconda capitalizzazione azionaria del mondo, ancora distanziata da quella degli Stati Uniti, forte del New York Stock Exchange e di NASDAQ, ma superiore a quelle del Giappone e di Londra.

Tutto ciò vuol dire che il sistema finanziario cinese è assai fragile? In realtà, nonostante la sua complessità e inefficienza e la rigidità di molti vincoli normativi, non è così per tre principali motivi.

Vi è innanzitutto la straordinaria capacità di risparmio delle famiglie e di diverse imprese cinesi, che alimenta la liquidità delle banche e della finanza ombra cinese.

Vi è inoltre l'enorme credito netto accumulato dalla Cina verso l'estero e alimentato dai grandi avanzi registrati nella bilancia delle partite correnti degli anni 2000. Ciò ha consentito di accumulare un grande volume di riserve internazionali in oro, dollari e altre valute forti, di attivare un poderoso "fondo sovrano" e comunque di avere risorse finanziarie gigantesche per respingere importanti attacchi speculativi o salvare istituzioni finanziarie decotte.

Vi è infine il retaggio di molti vincoli posti dalle autorità pubbliche cinesi sulle borse valori, sull'attività bancaria, sui movimenti dei capitali con l'estero, sui movimenti della valuta cinese, ecc. Tali vincoli, se spesso intralciano e distorcono la normale efficienza del sistema finanziario, rappresentano tuttavia importanti armi da dispiegare per isolare l'economia cinese dalle turbolenze finanziarie mondiali e per contrastare improvvise crisi finanziarie interne.

Nel medio e lungo periodo, tuttavia, la pressione dei gruppi finanziari ed economici interni e internazionali a favore di una piena convertibilità della valuta cinese e di una maggiore liberalizzazione dell'attività bancaria, delle borse valori e dei movimenti di capitali, associata alla legittima aspirazione di molti politici cinesi di accrescere l'importanza della valuta cinese sui mercati monetari internazionali per contrastare il ruolo preminente del dollaro, porteranno probabilmente al graduale smantellamento dell'imponente castello di vincoli normativi esistenti.

Nel frattempo l'enorme crescita dimensionale del sistema finanziario cinese renderà più difficile arginarne il dirompente accesso ai mercati mondiali, per cui la crisi finanziaria dell'estate 2015 sarà probabilmente ricordata come la timida annunciatrice di ben più gravi crisi del futuro. ■

DOVE VA LA CINA? QUALCHE IDEA DAL 13° PIANO

Alessia Amighini, Università del Piemonte Orientale e ISPI, e Andrea Goldstein, OECD

Dalla fine del 2014, la riduzione della crescita economica della Cina da tassi a doppia cifra a ritmi più contenuti preoccupa tanto Pechino quanto il resto del mondo, e durante l'estate il crollo delle borse di Shanghai e Shenzhen ha scatenato il panico sui mercati finanziari. Il timore è che da un ritmo compreso tra l'8 e il 10% all'anno per oltre due decenni, un più modesto 6-7% significhi lo spegnimento del cilindro che da solo ha trainato la crescita mondiale tra il 2009 e il 2014 e quindi provochi un'altra recessione globale. Già la riduzione di un solo punto percentuale

ging world: a stock-flow approach, in *Annali della Fondazione Luigi Einaudi*, XLVII-2013, L.S. Olschki editore, Firenze, pp. 37-53.

² Vedi *Vanguard* (2015., September 25), *The Key risk to China's economy: It is housing, not stocks, in cui vengono usati dati della Federal Reserve*.

³ Vedi *Vanguard*, op. cit., p.3.

– dall'8% medio annuo tra il 2010 e il 2014 al 7% della prima metà del 2015 (sceso a 6,9% in termini reali nel terzo trimestre) – è bastata a mandare in recessione molti tra i maggiori paesi emergenti. In Brasile, Russia e Sudafrica il PIL è in caduta nella prima parte dell'anno, a causa del raffreddamento della domanda dalla Cina (in ciascun caso il principale partner commerciale), nonché di fattori interni. Di cosa c'è bisogno per tener acceso il motore della locomotiva cinese?

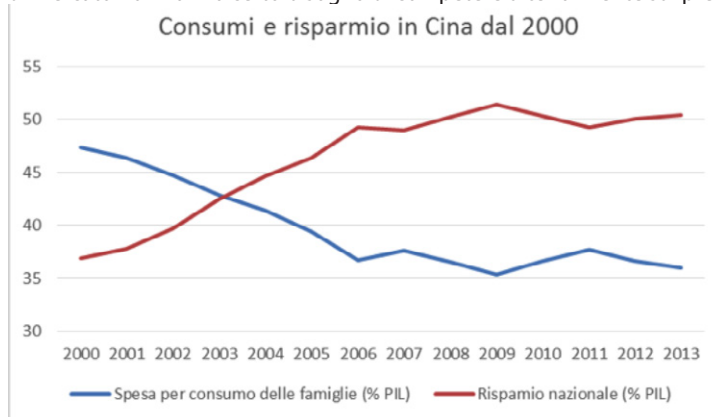
Anche in occasione del recente Plenum del Partito Comunista Cinese (PCC) che ha approvato giovedì scorso la bozza del 13° Piano Quinquennale, c'erano grandi attese per capire se gli obiettivi di crescita sarebbero stati ambiziosi o moderati. Per gli economisti ansiosi di trovare indicazioni per capire l'andamento dell'economia nei prossimi anni, difficile capirne molto. È stato ribadito l'obiettivo di raddoppiare il PIL e il reddito delle famiglie del 2010 entro il 2020, ma a differenza dei piani precedenti, non vi è indicazione del tasso di crescita desiderato, forse per evitare che i mercati male interpretino il target.

Infatti, dopo le turbolenze borsistiche dell'estate, gli investitori si sono dimostrati molto sensibili alle mosse di Pechino e attenti alla coerenza delle misure intraprese. E anche molto scettici circa l'affidabilità dei dati diffusi dal governo, che infatti stavolta non ha annunciato target, ma un obiettivo che corrisponderebbe a un tasso di crescita medio annuo del 6,5% da qui al 2020.

Il Piano quinquennale – il 13° dal 1953 – rappresenta il programma di sviluppo economico e sociale nel periodo dal 2016 al 2020. Sebbene molto diverso dai primi, che fissavano obiettivi tassativi di produzione, il Piano contiene linee guida che danno l'idea di quali saranno le priorità di politica economica nei cinque anni successivi. Approvato dal Comitato Centrale, l'organo decisionale del PCC, il Piano dovrà essere approvato all'inizio di marzo dalla seduta congiunta dell'Assemblea Nazionale del Popolo, il parlamento cinese, prima che ciascuna provincia e settore provveda a stilare i propri piani dettagliati.

Ma come valutare l'ampiezza del rallentamento? Innanzitutto bisogna tener conto che una crescita del 6,9% è una performance straordinariamente buona: sarà pure il peggior trimestre dal 2009, ma oggi l'economia cinese è grande il doppio di allora, e il 6,9% reale corrisponde oggi a una crescita assoluta in termini reali molto più grande di prima (il 6,9% di 63614 miliardi di Rmb è pari a 4389 miliardi, il 41% in più dei 3110 miliardi di Rmb, cioè la crescita pari al 9% di 34563 miliardi di Rmb, il PIL del 2009). Più preoccupante è invece il calo drammatico della crescita del PIL nominale, sceso al 6,2%, inferiore a quella reale. Ciò significa che l'economia cinese è in deflazione (-0,7%), e il ritmo della deflazione sta aumentando, nonostante i dati ufficiali sull'andamento dei prezzi al consumo mostrino un aumento dell'1,4%. In altre parole, in questo momento la Cina importa deflazione nei prezzi alla produzione, che riflettono il calo del prezzo delle materie prime (indotto dal rallentamento cinese stesso), e questo si traduce in difficoltà finanziarie e problemi di liquidità ancor maggiori per le imprese indebitate la cui situazione patrimoniale era già compromessa.

Di fronte a questi dati, anche gli studiosi non sembrano affatto concordi su come valutare il ritmo della crescita cinese. C'è chi, come Lars Christensen (<http://marketmonetarist.com/2015/10/20/the-alarming-drop-in-chinese-nominal-gdp-will-force-the-pboc-to-devalue-again/>), sottolinea il drammatico calo del PIL nominale e mette in guardia sulle conseguenze della scelta fatta due anni fa di ancorare il cambio al dollaro, che si è fortemente apprezzato, costringendo la Cina a importare di fatto una politica monetaria restrittiva di cui ora non ha certo bisogno. Da qui la necessità di svalutare il Renminbi, al di là dell'annosa questione della competitività delle esportazioni cinesi, che oggi per guadagnare quote di mercato non hanno certo bisogno di competere ulteriormente sul prezzo, ma semmai sulla qualità.



Fonte: World Bank, World Development Indicators

Altri, come Nicholas Lardy (<http://blogs.piie.com/china/?p=4539>), minimizzano invece la portata del rallentamento, sostenendo che i dati del terzo trimestre di quest'anno non lasciano necessariamente presagire un fallimento della transizione economica della Cina verso un nuovo modello di crescita. Anzi, il principale contributo alla crescita negli ultimi anni è arrivato non dall'industria, ma dai servizi (che rappresentano ormai il 48% del PIL), un segnale inequivocabile dell'aumento del consumo delle famiglie. All'aumento dei consumi dovrebbe anche contribuire l'estensione del sistema di previdenza e assistenza a chi non vi aveva accesso, ma questo per ora non si è tradotto in una diminuzione del risparmio per scopi precauzionali, e anche il peso dei consumi non sembra affatto diminuire, anzi... (vedi grafico)

La transizione verso un nuovo modello di crescita sostenuta dai consumi interni e non più dagli investimenti richiede molto tempo, di certo molto più del lustro su cui insiste il Piano. Ciò accadrà quando verranno meno i motivi dell'elevato risparmio precauzionale delle famiglie: insufficienza di copertura sanitaria e previdenziale universale ed elevato costo dell'istruzione. All'aumento del consumo contribuiscono in parte la tendenza al rialzo dei salari, l'aumento del reddito medio e l'espansione dei ceti medi, tutti all'origine di una ricomposizione dei consumi, meno orientati verso i beni primari e più verso i beni voluttuari, meno verso i beni e più verso i servizi (che oggi rappresentano il 40% della spesa per consumo). Ma un maggior peso dei consumi sul PIL richiede l'aumento dei redditi più bassi (soprattutto nelle aree rurali) perché le famiglie meno abbienti hanno al margine una più elevata propensione al consumo rispetto ai più abbienti.

La rapidità con cui il governo cinese riuscirà ad orchestrare la transizione dipende dal ritmo delle riforme strutturali.

Anche su queste non è che ci si aspettasse molto di più, ma da questo primo Piano di Xi (che nel primo periodo di governo si è "limitato" ad applicare il Piano precedente) è emerso ancor meno del previsto. Il communiqué diffuso in chiusura del Plenum contiene indicazioni vaghe su tutti i punti di maggiore interesse sui quali ci si aspetta verterà la politica economica dei prossimi anni: l'innovazione tecnologica avrà un ruolo centrale in tutto lo sviluppo economico (come già delineato nell'iniziativa 'Made in China 2025'), ma non si sa bene come, così come non vi sono indicazioni concrete sull'obiettivo dichiarato della sostenibilità ambientale per promuovere una maggior efficienza dell'utilizzo delle risorse e la protezione dell'ambiente. Tra gli altri obiettivi del prossimo piano: uno sviluppo più condiviso attraverso uguali opportunità, maggiori trasferimenti fiscali alle minoranze, alle aree di confine e più povere, maggiori servizi per gli anziani e per i bambini che vivono lontano dai genitori lavoratori.

Un annuncio importante è la fine della cosiddetta politica del figlio unico, che permetterà a tutte le famiglie di avere un secondo figlio, una misura attesa ormai sin dal 2012, quando la popolazione attiva ha iniziato a diminuire. Gli effetti sulla crescita demografica non è però affatto detto che siano significativi, considerando che già da qualche anno è stato allentato il vincolo del figlio unico ai residenti nelle campagne, alle minoranze, alle famiglie con il primo figlio femmina (in 26 province su 31), e ai figli di genitori a loro volta figli unici. C'è stato qualche risultato sul fronte dell'equilibrio di genere (a favore delle nascite di femmine, che, per effetto della politica del figlio unico, in Cina sono meno degli uomini) ma scarsi risultati sulla natalità (solo circa il 15% degli 'aventi diritto' ne ha approfittato).

Tra gli altri obiettivi dei prossimi anni, un sistema pensionistico nazionale e un sistema previdenziale a copertura universale e l'utilizzo del capitale delle imprese di Stato per rimpinguare i fondi pensione. La riforma delle imprese di stato, passo cruciale per la trasformazione economica della Cina perché mette in discussione rendite economiche e politiche, è inserita nel Piano sotto forma di ristrutturazioni, fusioni e quotazione in borsa per diversificare la compagine azionaria anche a favore degli azionisti esteri, ma per ora lascia molto a desiderare in quanto alla reale volontà di Pechino di introdurre meccanismi di gestione più trasparenti e logiche di mercato. Infatti non è chiaro se Pechino ammetterà che le imprese di Stato possano fallire in caso di performance insoddisfacente, elemento cruciale per il successo di tutta la riforma.

Tutto ciò rende paradossale che, mentre tutti aspettavano l'approvazione della bozza del 13° Piano, simbolo del dirigismo cinese vecchia maniera di ispirazione sovietica, l'attenzione di Pechino abbia continuato ad essere focalizzata sul riconoscimento dello status tanto agognato di economia di mercato – motivo di prestigio internazionale nei confronti delle grandi potenze, soprattutto degli Stati Uniti, e di forza politica interna del governo. Non a caso la settimana scorsa Xi si è dedicato ad accompagnare in giro per la Cina la Cancelliera Merkel, che si è mostrata la più disposta tra i leader occidentali al riconoscimento dello status di economia di mercato, a patto che la Cina mostri progressi sostanziali, soprattutto nell'apertura degli appalti pubblici alle imprese estere.

Che la Cina non sia un'economia di mercato è indubbio. Così come è indubbio che il Rmb non rispetta le condizioni oggettive per essere inserito nel paniere delle valute di riserva del FMI. Ma Xi fa leva sul peso e i legami economici della Cina nell'economia mondiale per reclamare maggior peso politico e ottenere sconti sui mancati progressi nelle riforme interne, sulla mancata trasparenza nella gestione del mercato finanziario, sulla reticenza nell'apertura del mercato interno alle imprese estere in molti settori importanti (soprattutto i servizi), e sulla discutibile condotta cinese in tema di cyber security.

Quando la Cina è diventata membro dell'Organizzazione Mondiale del Commercio nel 2001, una clausola dell'accordo permetteva ai suoi partner commerciali di trattare la Cina come economia non di mercato – in quanto la maggior parte dei prezzi era fissata politicamente – nelle azioni anti-dumping (che sono molto più agevoli nel caso vengano sollevate nei confronti di un'economia non di mercato) fino al 2016, quando ci si aspettava che il paese avrebbe introdotto riforme per introdurre il meccanismo di mercato. Oggi la Cina pretende di meritare di diritto lo status di economia di mercato, a prescindere dalle riforme realizzate in tal senso.

Ed è proprio il peso della Cina nell'economia mondiale che motiva l'interesse e l'esigenza di capire che cosa stia davvero succedendo. La transizione dall'investimento al consumo come principale fonte della crescita cinese avrà un grande impatto sul resto del mondo perché farà diminuire stabilmente la domanda di importazioni della Cina. Secondo Goldman Sachs, la componente importata del consumo cinese è di 11 punti percentuali inferiore alla componente importata dell'investimento, vale a dire che per ogni miliardo di Rmb di ribilanciamento, le importazioni cinesi diminuiranno di 110 milioni. Secondo una ricerca del CEPPI (http://www.cepii.fr/PDF_PUB/wp/2015/wp2015-04.pdf), il ribilanciamento ha impatto soprattutto sul commercio di perfezionamento, cioè sull'import-export di beni intermedi e molto meno sul commercio di beni finiti, segno che la dipendenza cinese dalle importazioni sta diminuendo, non soltanto in valore ma anche in termini di tipologie di beni, e che il valore aggiunto cinese sta aumentando. Il problema oggi è che il mondo ha bisogno della crescita cinese, che però per essere sostenibile nel tempo deve contare sempre di più sulla domanda interna e meno su quella estera. Come valutare la misura e la portata del rallentamento cinese è diventato quindi un problema per tutti. ■

SHADOWS ON THE CHINESE FINANCIAL SECTOR

Roberto Ippolito, Debt and private equity investor

The recent economic events in China (burst of the equity bubble, collapse of commodity prices, exchange rate devaluations) show how difficult it can be to combine a new growth model (domestic and consumption driven rather than export and investment led) with a more market oriented financial system, safeguarding the financial stability and the speed of growth of the economy.

The endeavour is complicated by the financial vulnerabilities that China faces whilst approaching the late stage of the credit cycle: disproportionate size of the shadow banking sector, excess banking exposure towards the real estate sector, banks with thinner capital cushions, increasing nonperforming loans, weakening of corporate earnings and deterioration of asset quality are all factors that make firms and financial institutions more exposed to financial stress, economic downturn, and capital outflows. A fragile financial sector (including the opaque and large nonbank financial system) implies a higher sensitivity to changes in financial conditions.

The major challenge facing the Chinese financial sector is to gradually and credibly unleash the power of market forces, foster a deeper equity market and reduce debt (also via the equity markets).

Debt represents the main source of concern: according to McKinsey⁴, China's total debt to GDP more than doubled from 2000 to 2014, reaching 282% of GDP in Q2 2014 (such a ratio standing at 269% in the US and 258% in Germany).

4 Mc Kinsey Global Institute (2015). "Debt and (not much) deleveraging." McKinsey&Co.

Debt to GDP ratio in China, by sector

| | 2000 | 2007 | 2014 |
|----------------------------|------|------|------|
| Non financial institutions | 83 | 72 | 125 |
| Financial institutions | 7 | 24 | 65 |
| Government | 23 | 42 | 55 |
| Households | 8 | 20 | 37 |
| TOTAL | 121 | 158 | 282 |

Source: McKinsey

As shown by the table above, nearly half of Chinese debt is concentrated in non financial institutions. Shadow banking ⁵ in China has grown dramatically in the last decade and today represents nearly a third of loans outstanding to households, non-financial corporations, and governments. One of the main reasons of the boom of shadow banking lies in the imperfect calibration between central planning and market forces. The constraints and guidance imposed by the state to the banking sector (still dominated by large state-controlled banks) have become over the years so binding that business has flowed to shadow banks. Among these constraints, we cite caps on bank lending volumes, limit of bank loans to deposits of 75% and pressure to discourage lending to certain industries. As a result, non-banking channels (which have lower capital and liquidity requirements, are not subject to bank limits on loan or deposit rates and do not bear costly PBOC reserve requirements) have blossomed. The rapid growth of shadow banking has also been driven by the increasing demand for higher-yield investment products among Chinese retail investors, pushing financiers to invest in speculative real estate projects and other risky borrowers. China's shadow banking system involves different sources of credit: entrusted loans (large companies make loans to other companies, arbitraging the spread between their low cost of funding and what they can charge smaller companies, with potential contagion risks), trust loans (marketed to high-net-worth investors, these vehicles have a quite flexible charter, offer returns of 10-15% and usually invest in private-placement loans and securities), wealth management products (sold by banks to retail customers with minimum deposits of \$8,000, have holding periods below one year but make loans with a duration of one to three years, creating maturity mismatch risk) and informal loans (financing companies, rural cooperatives, microcredit institutions, and Internet peer-to-peer lending, used by households and small businesses).

Financial institutions debt account for 65% of debt to GDP. China has relied on investment to drive growth in recent years: increase in investment has been financed significantly by bank credit. Across industries, most of the build up in leverage was in the real estate and construction sector and, to a lesser extent, to securities firms. The real estate market is very important (up to 25% of GDP) to China's economy and its value underpins the banking system. A correction in China's real estate is under way and the risk to the Chinese economy stems from the impact on property developers and companies that operate in related sectors, such as steel and cement. More recently, flow started being reallocated - directly and indirectly - from a weaker property market to a buoyant stock market, increasing investor leverage in the form of margin financing. Notwithstanding the limited wealth effects, the recent collapse of the Chinese stock market has sent jitters related to the strength of the Chinese financial system: the systemic relevance of equities is in fact limited but the interconnectedness with the rest of the financial system has grown. The increase in short-term leverage by securities firms has strengthened the link between equity markets, banks, and short-term funding markets: consequently, securities firms could quickly transmit a liquidity shock to funding markets if they were unable to their meet debt obligations (stemming from customer defaults on margin loans).

Finally, government debt accounts for about 55% of debt to GDP. Although low by international standards, the concentration of government debt owed by local governments is concerning and potentially hampering the central government's efforts to develop a municipal bond market. In November 2014, the rating agency S&P issued a report stating that as many as half of China's provincial governments, if rated, would be below investment grade. The main risk of local government is related to the fact that most local borrowing in recent years has occurred through opaque special-purpose vehicles, a structure used to circumvent a 20-year ban on borrowing by provinces and cities, which lenders view as carrying an implicit government guarantee (even where no legal obligation exists); further these vehicles fund projects using public land as collateral.

Although debt is under constant monitoring by local and international authorities, the main concern over Chinese high level of debt is not whether China would be able to absorb financial shocks but over the effects of debt on the growth of the economy. China's central government debt stood in fact at 32% to GDP in 2014 and therefore China has borrowing capacity to bail out the financial system if defaults increased dramatically. However, as also shown by recent research by Jorda-Schularick-Taylor⁶ on 17 countries over the past 140 years, what makes some bubbles more dangerous than others is credit. When fuelled by credit booms, asset (such as equity or real estate) price bubbles increase financial crisis risks and upon collapse they tend to be followed by deeper recessions and slower recoveries.

It is therefore reasonable to expect a decline of Chinese growth as excesses in real estate, credit, and investment continue to unwind and economic policies are geared towards reducing vulnerabilities rather than offsetting economic weakening. Negative spillovers on global trade and downward pressures on commodity prices can be envisaged. ■

⁵ Estimates of the size of China's shadow banking sector can vary greatly (from a minimum of 30-35% of GDP according to IMF and FSB) as a result of different definitions and statistics. See also: Elliott, Kroeber, Qiao (2015). "Shadow banking in China: A primer". Economic Studies at Brookings, The Brookings Institution.

⁶ Jorda-Schularick-Taylor (2015). "Leveraged bubbles." CEPR Discussion Paper No. DP10781

La decisione di svalutare lo yuan renminbi a più riprese (deprezzamento del 4,6% in tre giorni!) presa dalla People's Bank of China nel corso dell'estate (11-12-13 agosto scorso) ha riportato alla ribalta il tema scottante delle guerre valutarie tra Paesi. Come cercherò di argomentare, queste ultime sono oggi diverse da quelle che in passato hanno interessato i rapporti economico-politici tra Stati, è quindi opportuno introdurre l'argomento muovendo prima da un veloce excursus storico che inquadri il problema oggetto di analisi, per poi passare al caso concreto.

Durante il regime del gold standard i diversi Paesi si contendevano, attraverso le loro Banche Centrali, l'accumulo di oro e di valute convertibili al fine di fronteggiare possibili shock esterni avversi. Questo tipo di politiche (adottate fino ai primi anni del '900), riducendo la liquidità internazionale, producevano effetti alquanto indesiderabili: i Paesi con deficit nelle partite correnti erano costretti ad attuare politiche deflazionistiche con pesanti effetti sulle grandezze reali che favorivano, tra l'altro, la trasmissione internazionale delle crisi stesse.

Il superamento del regime del gold-standard ha dato però il via, soprattutto nel corso degli anni '30, alle politiche di "beggar thy neighbour" (gabbia il tuo vicino!) unitamente a politiche tariffarie e protezionistiche che scoraggiavano le importazioni. Le prime erano volte a favorire le esportazioni a colpi di svalutazioni competitive che avvenivano a scapito dei "vicini". In questo caso le guerre monetarie si trasformarono in guerre commerciali che, come noto, aggravarono gli effetti di persistenza nella caduta del reddito e della occupazione durante la Grande Crisi. In alcuni casi, come in Germania durante la repubblica di Weimar, le guerre valutarie innescarono la spirale svalutazione/inflazione e provocarono fenomeni di iperinflazione con effetti politici destabilizzanti.

Con gli accordi di Bretton-Woods (1944), sorti sulla base del Piano White, e la creazione del gold exchange standard si era cercato poi di evitare che gli squilibri economici tra i paesi diventassero eccessivi, cercando di favorire il coordinamento internazionale delle politiche economiche. L'FMI si sarebbe impegnato infatti ad aiutare i Paesi con forti disavanzi nelle partite correnti evitando, in questo modo, la riedizione di politiche economiche ispirate dal principio "mors tua, vita mea", implicite nelle misure di svalutazione competitiva. Come noto, questa fase positiva (ed espansiva) nell'economia globale durata quasi una trentina di anni, cessò, sia per la scarsa cooperazione internazionale tra i Paesi che avevano sottoscritto gli accordi, sia, e soprattutto, perché il dollar exchange standard fu messo alle corde dalla insostenibilità di deficit crescenti nella bilancia dei pagamenti americana e dalla impossibilità di garantire la convertibilità del dollaro in oro, come lucidamente spiegato da Robert Triffin nel suo famoso paradosso.

Con l'abbandono di Bretton Woods e dei cambi fissi (1971) si entra quindi nella fase del cosiddetto non-sistema che qualcuno, forse non esagerando, ha definito della anarchia monetaria e finanziaria. Questo non-sistema ha lasciato infatti i singoli Paesi del tutto liberi nella gestione del tasso di cambio ed ha aumentato i privilegi del dollaro quale moneta di riserva internazionale; last but not least ha anche favorito la creazione di squilibri macroeconomici e finanziari globali e la possibilità che spillovers possano favorire il contagio e la propagazione a livello globale delle stesse crisi, come ci insegna la fase di instabilità finanziaria di questi anni.

È proprio questa instabilità strutturale che ha dato origine alle guerre valutarie recenti (sterlina/dollaro, euro/dollaro, euro/yen, ecc.); esse si consumano soprattutto con l'attuazione di manovre di politica monetaria fortemente espansive. Per esempio la Bank of England, dopo lo scoppio della crisi dei mutui sub-prime, ha acquistato titoli per un ammontare di 375 miliardi di sterline provocando un deprezzamento della valuta nazionale nei confronti del dollaro; nello stesso senso sono andate le due fasi della cosiddetta Abenomics in Giappone, la quale ha prodotto, nel 2014, un indebolimento dello yen sia verso l'euro che verso il dollaro. Queste misure di quantitative easing (QE) pur avendo nelle intenzioni (e con il placet del G-20, non trattandosi di vere e proprie svalutazioni competitive!) l'obiettivo diretto di favorire la crescita e l'occupazione, hanno l'effetto non secondario di voler rilanciare le esportazioni, attraverso un indebolimento della moneta interna (in verità, nel caso europeo il QE è stato giustamente proposto ed adottato da Mario Draghi anche, e soprattutto, per scongiurare la deflazione). C'è però un problema (o forse un paradosso) insito in queste battaglie valutarie: non si possono svalutare contemporaneamente tutte le valute, almeno una si deve rivalutare rispetto alle altre, inoltre tutti i paesi subiscono gli effetti di queste guerre valutarie tenuto conto della crescente globalizzazione economico-finanziaria.

Se veniamo ora alla Cina, occorre sottolineare come la Banca Centrale cinese abbia sempre mantenuto uno stretto controllo del tasso di cambio. Ogni giorno, a fine seduta, fissa la parità dello yuan, il cosiddetto «midpoint». Negli ultimi anni ha gradualmente allargato la banda di oscillazione della moneta: l'ultima manovra risale al marzo 2014, quando ha raddoppiato la banda dall'1% al 2%. Quando il cambio si avvicina dunque al limite del 2%, la Banca centrale interviene per evitare che esso venga superato.

Fino a questa estate la Cina aveva perseguito una politica di lenta (ma inesorabile) rivalutazione dello yuan tanto che la decisione di svalutare la moneta nazionale ha sorpreso molti Paesi e ha favorito l'instabilità monetaria e finanziaria globale. Questa manovra è stata poi seguita da misure di politica monetaria quali il taglio del tasso ufficiale di sconto e la riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria per le banche. Da questo punto di vista la guerra valutaria sembrerebbe quindi avere i connotati di una "twin-war" essendo combattuta sia con misure proprie del secolo scorso (svalutazione competitiva del cambio) che con misure di politica monetaria espansiva che sono, come ho ricordato, una proxy della vera e propria "currency war". Certo il calo delle esportazioni dell'8,3% nel mese di luglio, il rallentamento della crescita, unitamente alla brusca caduta della borsa di Shanghai (invertendo la fortissima capitalizzazione precedente) hanno certamente avuto un ruolo non secondario sulla decisione di svalutare.

Per completezza ed onestà bisogna però ricordare come, all'interno del FMI, molti analisti si siano mostrati più cauti nel parlare di vera e propria guerra valutaria, collegando la strategia cinese al tentativo di lasciare che il cambio segua i fondamentali di mercato in vista della promozione dello yuan nel paniere per la determinazione dei Diritti Speciali di Prelievo (DSP).

Certamente il fatto che una economia come quella cinese (e la sua moneta) non vedano, ad oggi, riconosciuto il ruolo che spetta loro all'interno del FMI costituisce un grave anomalia e quindi tutti gli sforzi per andare in questa direzione sono alquanto necessari, tuttavia il problema resta,

a mio avviso, un altro ed è collegato al dibattito (mai seriamente affrontato!) sul non-sistema monetario-finanziario al quale mi riferivo sopra e sul quale si regge l'economia globale dopo il crollo degli accordi di Bretton Woods. Senza questa inerzia nell'ordine monetario e finanziario globale, non si sarebbero infatti create le condizioni per una ri-edizione, in chiave moderna, delle guerre valutarie.

Per capire se si tratta di una vera e propria guerra, basterà osservare se le Banche centrali di altri Paesi, in particolare di quelle che più esportano in Cina, seguiranno la strategia della People's Bank of China. Quello che però è certo è il fatto che rublo, sol, ringgit malese, lira turca, real brasiliano, corona norvegese sembrano essere state tutte carte del domino che ha travolto le monete legate ai prezzi (calanti!) delle materie prime e del prezzo del petrolio di cui la Cina è grande importatore.

In uno dei suoi ultimi scritti per la Triffin Foundation, dal titolo "The ghost of bancor", Tommaso Padoa Schioppa auspicava, riferendosi all'idea di Keynes relativamente alla costituzione di una vera e propria moneta internazionale (per l'appunto il bancor), un salto in avanti da parte del FMI e in generale della comunità economico-finanziaria internazionale (G-7, G-8,...G-20) affinché il problema legato al cosiddetto privilegio exorbitant del dollaro come moneta di riserva internazionale venisse superato perché, anche da ciò, dipende l'instabilità economico-finanziaria globale a cui mi sono riferito in questa nota. La creazione di una moneta internazionale terza, rispetto a quella emessa da un qualsiasi stato sovrano (o da un insieme di Stati), attraverso una rielaborazione dei DSP in questa direzione, potrebbe forse scongiurare in futuro revivals nelle guerre delle valute. ■