

# L'Asia orientale attraverso le crisi

Andrea Pierri

# L'Asia orientale attraverso le crisi<sup>1</sup>

Dicembre 2013

## Abstract

*Il presente lavoro nasce con l'obiettivo di analizzare e rispondere ai crescenti interrogativi, condivisi da molti analisti, sul possibile profilarsi di una nuova "crisi" per i paesi asiatici analoga a quella che li colpì nell'estate del 1997: siamo oggi di fronte a quello che molti osservatori hanno già ribattezzato "Asia vu"?*

*Per rispondere a questa domanda e delineare le prospettive future per la regione asiatica, si ripercorrono le cause determinanti la crisi, confrontandole con la situazione presente. In questo quadro si approfondisce inoltre il ruolo della Cina e gli impatti a livello regionale connessi al suo rallentamento.*

**Keyword:** Asia, bilancia dei pagamenti, Cina, crisi valutarie, *tapering*, *hard landing*, Tigri Asiatiche.

---

<sup>1</sup>Questo paper è stato realizzato da Andrea Pierrri con i contributi di Raoul Ascari. Un ringraziamento particolare va ad Alessandro Terzulli e a Maddalena Cavadini.

## Indice

Introduzione .....	3
1. Il confronto tra i paesi avanzati ed emergenti.....	4
2. La disputa sul “Mito del Miracolo Asiatico” .....	5
2.1. La crisi delle “Tigri Asiatiche” .....	6
2.2. L’aggiustamento strutturale post crisi 1997.....	9
2.3. Squilibri globali.....	12
2.4. Gli anni dal 2007 al 2013: “Asia-vu” ?.....	13
2.5. 2013 Federal Reserve <i>tapering</i> : nuova crisi ?.....	15
3. Rallentamento della Cina.....	17
3.1. Inflazione e mercato del lavoro.....	18
3.2. Il rischio di una bolla immobiliare.....	19
3.3. Impatto del rallentamento della Cina sull’economia dell’intera regione.....	20
4. Prospettive future per la Cina .....	21
Bibliografia .....	22

## Introduzione

Stiamo per entrare nel settimo anno della crisi che, iniziata nell'estate del 2007, continua ad attanagliare l'economia globale e di cui non si conoscono ancora gli esiti. Questa ultima fase, almeno da un punto di vista temporale, è caratterizzata dalle paure di un possibile “*hard landing*” (forte contrazione economica) dei paesi emergenti, considerato come il secondo epicentro della crisi globale<sup>2</sup>.

Sebbene queste economie continuino a registrare tassi di crescita nettamente superiori rispetto a quelli dei paesi industrializzati, negli ultimi anni hanno evidenziato un rallentamento<sup>3</sup>. Ad esasperare i timori circa le loro previsioni di crescita, è intervenuta la paura di un possibile cambiamento di indirizzo della politica monetaria statunitense, provocando una generale fuoriuscita di capitali esteri, inasprimenti delle condizioni finanziarie e deprezzamenti valutari.

Le banche centrali dei paesi avanzati ed in particolare la *Federal Reserve* (“Fed”), nel tentativo di ridare un minimo di stimolo alle proprie economie hanno intrapreso politiche monetarie ultra espansive: il cosiddetto *Quantitative Easing* (“QE”). La liquidità immessa è affluita verso quei paesi per i quali si ritenevano che le prospettive di crescita fossero maggiori: i paesi emergenti.

Improvvisamente, nella scorsa primavera, si è avvertito il timore che la Fed potesse improvvisamente ritirare questa liquidità dai mercati (cd. *tapering*). I mercati che più ne avevano beneficiato diventano, per effetto della fuoriuscita di capitali, i più colpiti.

Complessivamente l'impatto è stato gestito positivamente da gran parte delle economie emergenti, ancorché l'effetto su alcuni paesi sia stato amplificato da problemi strutturali interni, quali deficit di parte corrente e pressioni inflazionistiche. Rimane, però, la preoccupazione di cosa potrà accadere quando il programma di QE verrà definitivamente accantonato.

La liquidità è stata la principale risposta della politica monetaria alla crisi; il suo ritiro potrebbe divenire quindi un elemento di ulteriore instabilità per tutti quei paesi che ne hanno beneficiato. Oggi, i maggiori timori si concentrano sull'Asia orientale.

La domanda ricorrente, che si fanno oggi molti analisti, è se di fronte a noi possa esserci un “*déjà vu*”<sup>4</sup>, ossia uno scenario uguale o simile a quello verificatosi nell'estate del 1997. L'opinione pubblica ragiona sempre in termini di similitudini, ricercando nella storia gli eventi che possano aiutarci a capire quello che abbiamo di fronte. Ma per dare una risposta occorre ripercorrere le cause che hanno portato alla crisi dei paesi asiatici (cd. crisi delle “Tigri Asiatiche”) e confrontarle con la situazione presente.

---

<sup>2</sup> Cfr. Stephen Jen (2008), Chief Currency Strategy di Morgan Stanley, in Paul Krugman (2008). *The Widening Gyre*, 26 October 2008, The New York Times.

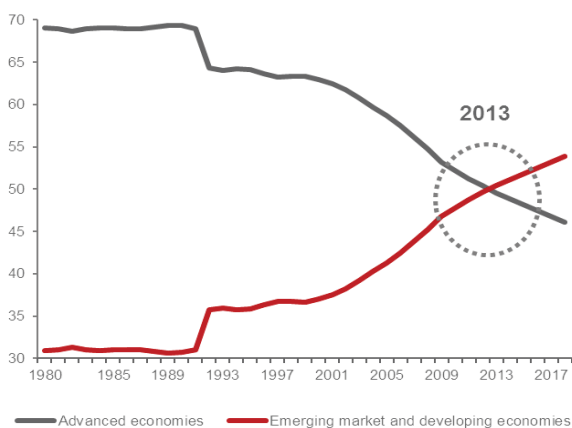
<sup>3</sup> Cfr. International Monetary Fund (2013). *World Economic Outlook*, October 2013, *Transition and Tensions*.

<sup>4</sup> Cfr. DBS Group Research (2007). *Asia-vu*, *DBS Quarterly Economics Markets Strategy*, 15 June 2007.

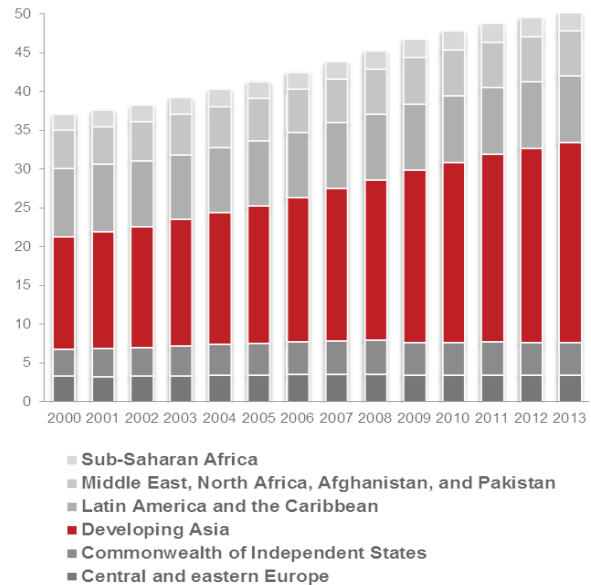
## 1. Il confronto tra i paesi avanzati ed emergenti

Fino ai primi anni ottanta c'era un profondo pessimismo sulle capacità dei paesi emergenti di intraprendere sentieri di crescita importanti. A partire dagli anni novanta questo *sentiment* è cambiato in modo radicale. Benché quelle economie fossero più povere di quelle occidentali, la velocità con la quale si stavano trasformando e la loro capacità di conseguire tassi di crescita elevati permise di ridurre in modo sostanziale il divario.

**Fig. 1:** Peso % sul Pil mondiale (in %, PPP)



**Fig. 2:** Peso sul Pil mondiale delle aree emergenti



Fonte: elaborazioni SACE su dati FMI

Dal 2013 il peso sul Pil mondiale dei paesi emergenti, misurato in termini di parità di potere di acquisto (PPP), risulterà superiore a quello dei paesi industrializzati. Tra i paesi emergenti la quota di Pil, espressa in PPP, che è cresciuta più velocemente è quella dei paesi asiatici.

Nell'immediato dopo guerra, le prospettive di crescita erano particolarmente brillanti per l'Africa e fosche per l'Asia. Nel 1950, quest'ultima era considerata la regione più povera al mondo e non possedeva grandi risorse naturali, se paragonata all'Africa Sub-Sahariana, all'America Latina o ai paesi del Medio Oriente.

Beneficiando della riduzione delle barriere economiche e della globalizzazione degli scambi internazionali, l'Asia ha investito nella sua unica risorsa a disposizione: il fattore umano. Le sorprendenti *performance* che ne sono seguite hanno ispirato una vasta letteratura, che non ha esitato a parlare di "Miracolo Asiatico" attribuendo ai paesi del Sud-Est asiatico la denominazione di "Tigri Asiatiche".

Ne è nato un "mito" che, insieme ai consensi, ha suscitato anche paure e preoccupazioni, soprattutto da parte di chi temeva la perdita della supremazia economica e ideologica dei paesi occidentali e lo spostamento del centro di gravità dell'economia mondiale verso il Pacifico.

## 2. La disputa sul “Mito del Miracolo Asiatico”

Alla metà degli anni novanta, si accese un aspro dibattito<sup>5</sup>, non ancora sopito, tra chi sosteneva che lo sviluppo asiatico fosse dovuto principalmente ad un uso intensivo degli input, piuttosto che ad un aumento della produttività, e dunque destinato a far registrare tassi di crescita decrescenti nel tempo, e chi invece sottolineava il ruolo della produttività e i forti progressi tecnologici raggiunti dai paesi asiatici.

Tra i primi si distinse Paul Krugman<sup>6</sup>, il quale sosteneva che l'industrializzazione dei paesi dell'Asia, così come per l'Unione Sovietica degli anni cinquanta, fosse in gran parte attribuibile ad uno straordinario incremento degli input: espansione dell'occupazione, innalzamento dei livelli di istruzione e, soprattutto, massicci investimenti in capitale fisico. Ma una crescita economica basata esclusivamente sull'espansione dei fattori produttivi, piuttosto che da guadagni di efficienza, è inevitabilmente soggetta a rendimenti decrescenti.

Tra il 1966 e il 1990, l'economia di Singapore è cresciuta, in media, dell'8,5% annuo, tre volte più rapidamente degli Stati Uniti; il reddito pro-capite è cresciuto ad un tasso del 6,6%, segnando approssimativamente un raddoppio ogni decennio. Questo risultato sembrava essere una specie di miracolo economico. In realtà Singapore è cresciuta sulla base di una straordinaria mobilitazione di risorse: la quota degli occupati sul totale della popolazione è passata dal 27% al 51%. I livelli di istruzione della forza lavoro sono stati rapidamente accresciuti: mentre nel 1966 più della metà dei lavoratori non aveva ricevuto alcuna istruzione scolastica, nel 1990 due terzi avevano completato l'istruzione secondaria. Soprattutto, il Paese ha effettuato impressionanti investimenti in capitale fisico: gli investimenti fissi lordi sono saliti dall'11% a più del 40% del Pil. La crescita economica di Singapore si basava quindi su variazioni di comportamento non ripetibili in futuro.

Ma solo applicando la contabilità quantitativa, secondo Krugman, il risultato emergeva in tutta la sua chiarezza: la crescita di Singapore poteva essere spiegata solo da incrementi degli input misurati. Non c'era stato alcun incremento dell'efficienza.

Se una fabbrica di salsicce investisse in più macchine per la produzione e si impiegassero più macellai, sarebbe normale avere più salsicce. Dove è il miracolo? Se si riduce il numero di lavoratori di salsicce la crescita diminuisce. Anche qualora la seconda macchina per produrre salsicce raddoppiasse il suo output, la terza incrementerebbe la produzione solo del 50%. Anche qualora si riuscisse ad imparare a fare un maggior numero di salsicce e in maniera più efficiente, si soffrirebbe comunque della legge dei “rendimenti decrescenti”.

Gli economisti che contestavano questa teoria affermavano che il processo di crescita asiatico doveva necessariamente incorporare lo sviluppo tecnologico, che risulta essere endogeno all'economia. La produzione non cresce solo perché c'è più intensità dei fattori di lavoro, ma perché c'è una maggiore e una migliore produttività degli stessi input: un incremento dell'efficienza dei fattori produttivi.

---

<sup>5</sup> The Economist (1995). *The Miracle of the Sausage Maker*, December 9, 1995.

<sup>6</sup> Paul Krugman (1994). *The Myth of Asia's Miracle*, Foreign Affairs; Nov/Dec 1994; Vol.73, Iss. 6; pg. 62.

All'inizio dell'estate del 1997 il dibattito si interruppe bruscamente. La Thailandia venne investita da una forte crisi della propria valuta, il *bath*, che si è propagata con rapidità alle altre economie della regione provocando una crisi finanziaria che finì per seppellire gran parte del Sud-Est asiatico.

La crisi ha posto così fine ad una lunga stagione di crescita della regione generando effetti negativi sull'intera economia mondiale.

## 2.1. La crisi delle “Tigri Asiatiche”

Tradizionalmente l'Asia orientale era una regione dedita all'esportazione di prodotti agricoli e cominciò a divenire un centro manifatturiero, di una certa importanza, a partire dagli anni ottanta, quando le aziende straniere, specialmente quelle giapponesi, iniziarono ad aprire stabilimenti.

Fino ai primi anni novanta la maggior parte degli investimenti che promossero la crescita provenivano dai risparmi interni: il capitale straniero costruì stabilimenti che producevano per l'esportazione, ma le attività economiche di minori dimensioni e i nuovi edifici ad uso residenziale erano finanziati da uomini d'affari locali e dai risparmi delle famiglie.

Nel 1991 il debito estero di molti paesi dell'Asia orientale rimaneva entro i normali parametri di sicurezza. A partire dagli anni novanta, l'autosufficienza finanziaria di molti paesi incominciò ad erodersi. In gran parte la spinta venne dall'estero.

La caduta del comunismo, avendo diminuito la minaccia di un cambiamento radicale, rese meno rischiosa l'idea di investire al di fuori dei confini del mondo occidentale. I tassi di interesse dei paesi industrializzati erano eccezionalmente bassi e molti investitori andavano all'estero alla ricerca di rendimenti più alti. Gli investitori risposero in massa all'appello.

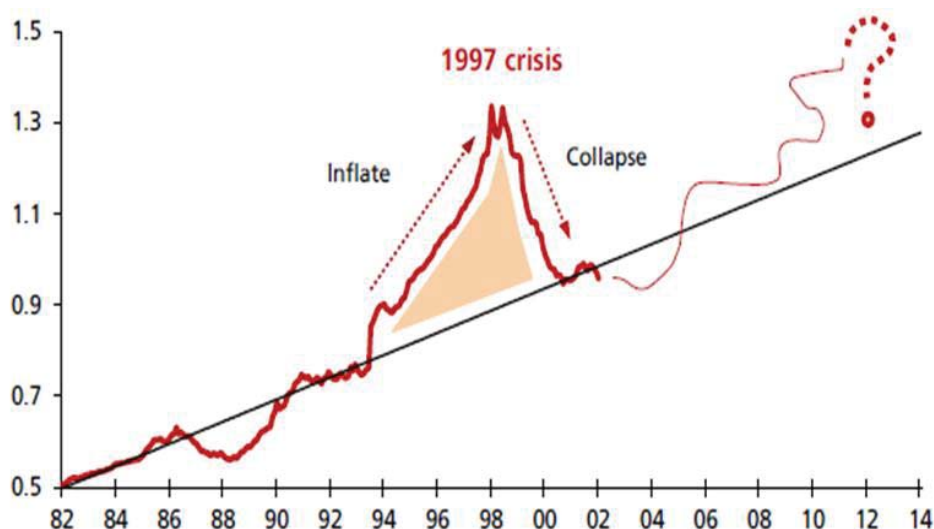
All'inizio la maggior parte del denaro confluì in America Latina, specialmente in Messico, ma dopo la crisi del 1994 (cd. “*Tequila Crisis*”) si rivolse sempre di più verso le economie, apparentemente più sicure, dell'Estremo Oriente.

Il denaro arrivava principalmente attraverso banche giapponesi ed europee che elargivano prestiti in valuta a società finanziarie locali. In un sistema in cui tutti i paesi avevano cambi fissi o sostanzialmente fissi si erano create delle distorsioni per cui era più redditizio fare debito in dollari, convertirlo sul mercato domestico in valuta locale (cd. “*carry trade*”<sup>7</sup>) e alimentare in questo modo il credito all'economia.

---

<sup>7</sup> Questo strumento permette di prendere in prestito soldi in paesi che applicano bassi tassi di interesse e di prestarli in paesi che applicano elevati tassi di interesse.

**Fig. 3:** Rapporto tra credito domestico e Pil (media semplice SG, MY, TH, ID, PH, KR)



Fonte: DBS Group Research, Economics Markets Strategy 4Q 2013

Mentre arrivavano sempre più prestiti dall'estero, il risultato finale fu quindi una massiccia espansione del credito, che iniziò ad autoalimentarsi. L'aumento degli investimenti, unito ad un incremento della spesa da parte di consumatori, arricchitisi da poco, portò ad un rapido sviluppo delle importazioni; la *boom* dell'economia fece aumentare gli stipendi, rendendo meno competitive le esportazioni. La crisi stava prendendo forma, ma nessuno inizialmente si rese conto di quanto sarebbe stata dura.

Tra il 1996 e la prima metà del 1997 la struttura creditizia che aveva fatto nascere il mito delle "Tigri Asiatiche" cominciò a tornare sui passi. In parte ciò avvenne a causa di eventi esterni: alcuni mercati in cui venivano esportati i prodotti si indebolirono; la svalutazione dello yen rese meno competitiva l'industria dell'Estremo Oriente; la svalutazione della Cina del 1994 e la sua accresciuta competitività derivante anche dal basso costo del lavoro, ebbero come effetto la riduzione delle esportazioni dalla Thailandia e dalla Malesia.

Nello stesso tempo, molti investitori stranieri divennero sempre più riluttanti all'idea di concedere ulteriori prestiti. La perdita di fiducia era un processo che si autorafforzava<sup>8</sup>. Quando la bolla cominciò a sgonfiarsi, le perdite iniziarono ad aumentare, causando un ulteriore calo della fiducia e riducendo ancora di più la concessione di nuovi prestiti.

Il rallentamento nella concessione dei prestiti dall'estero creò problemi anche alle banche centrali. In presenza di un minor afflusso di dollari e yen, la domanda di valuta locale diminuì; allo stesso tempo restò invariata la domanda di valuta forte per pagare le importazioni. Per evitare un crollo delle valute, le banche centrali furono costrette a vendere le proprie riserve a sostegno della propria valuta. Le riserve si esaurirono velocemente, il che rinforzò ulteriormente la pressione per una forte svalutazione. Stava prendendo forma una crisi valutaria.

<sup>8</sup> Quello che successe in realtà fu che si creò un processo circolare di deterioramento del sistema finanziario e di perdita della fiducia. Cfr. Paul Krugman (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, ed. W. W. Norton & Company.



Sfortunatamente sia la diminuzione del valore della valuta, sia l'aumento dei tassi di interesse (nel tentativo di bloccare la fuoriuscita dei capitali) causarono problemi finanziari all'economia, per le società finanziarie e per le imprese. Da un lato, molte di queste ultime avevano contratto debiti in dollari, che improvvisamente si fecero sempre più onerosi, in quanto aumentò il numero di unità in valuta locale necessarie per acquistare un dollaro; dall'altro lato, molte di queste società avevano anche debiti in valuta locale, che divennero sempre più difficili da onorare al crescere dei tassi di interesse.

La combinazione di tassi di interesse più alti e bilanci in rosso, portò alla riduzione della domanda per investimenti da parte delle aziende e per consumi da parte delle famiglie, che finì per peggiorare ulteriormente i ricavi e i margini delle imprese. Per l'economia fu un vero disastro. La crisi, originatasi in Thailandia nell'estate del 1997, si propagò con rapidità a Malesia, Indonesia e Corea del Sud.

Le economie asiatiche colpite dalla crisi erano collegate tra loro da accordi commerciali e stretti legami finanziari. I flussi di capitali verso la regione erano stati opera di banche e fondi di investimento, che gestivano senza distinzione i titoli di tutti i paesi dell'area. Quando incominciarono a giungere cattive notizie dalla Thailandia, il denaro venne ritirato da questi fondi e, dunque, da tutti i paesi della regione.

Ancora più importante era il modo in cui quelle economie erano collegate tra loro nella mente degli investitori occidentali. La "voracità" di questi ultimi era stata alimentata dal "miracolo asiatico"; ma quando si scoprì che, dopo tutto, l'economia thailandese non era poi così miracolosa, la perdita di fiducia si estese nei confronti di tutti gli altri paesi della regione.

Sulle cause di questa crisi non c'è ancora un consenso consolidato tra gli studiosi<sup>9</sup>. Alcuni hanno sottolineato l'incidenza della bolla finanziaria, caratterizzata dall'eccesso di fiducia e di investimenti, avvenuto in un contesto di rendimenti decrescenti. Altri invece hanno dato rilievo al surriscaldamento delle economie asiatiche in presenza di fondamentali poco solidi (tra cui l'eccessivo apprezzamento delle valute, l'elevato deficit di parte corrente, un ingente debito estero a breve termine e la debolezza dei sistemi finanziari interni).

Ovviamente l'eccessiva espansione del credito domestico aveva come sottostante una serie di elementi strutturali che la rendevano particolarmente preoccupante. In primo luogo questa espansione molto spesso era alimentata da una forte propensione all'indebitamento estero, non tanto degli Stati il cui debito pubblico in valuta forte era contenuto, quanto piuttosto da parte di soggetti privati quali banche.

---

<sup>9</sup> Alcune personalità asiatiche, soprattutto il primo ministro malese Mohamad Mahathir accusarono di cospirazione i paesi occidentali. Mahathir affermava non solo che il panico in Asia fosse stato deliberatamente orchestrato da operatori finanziari, come George Soros, ma che gli stessi agivano dietro istruzione del governo statunitense, che voleva soffocare le ambizioni asiatiche. Dall'altro canto, molti occidentali hanno raccontato la storia del crollo come una sorta di favola a sfondo morale, secondo la quale le economie hanno ricevuto la giusta punizione per i peccati di nepotismo compiuti in precedenza. Cfr. Paul Krugman (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, ed. W. W. Norton & Company. Roger W. Ferguson, *Vice Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System*, ha identificato nella debolezza del sistema bancario dei paesi asiatici, ed in particolare nella mancanza di adeguate procedure per la valutazione e la concessione dei prestiti, una delle principali cause della crisi del 1997. Cfr. Ferguson, R. W. (1998). *The Asian Crises: Lessons to Be Learned and Relearned, Before America's Community Bankers*, Washington D.C. March 4, 1998.

## 2.2. L'aggiustamento strutturale post crisi 1997

Negli anni successivi alla crisi del 1997 i capitali esteri lasciarono la regione, determinando il crollo delle valute, un incremento dei tassi di interesse nel tentativo di bloccare la fuoriuscita dei capitali e l'impossibilità di finanziare i deficit di conto corrente.

Molti Paesi asiatici, con l'eccezione di Singapore e della Cina<sup>10</sup>, incapaci di far fronte agli squilibri della propria bilancia dei pagamenti, si rivolsero al Fondo Monetario Internazionale (FMI) e alla Banca Mondiale per chiedere un piano di salvataggio.

L'intervento di un soggetto multilaterale va ovviamente ad interferire con la sovranità nazionale, limitandola. Nel momento in cui si richiede al FMI di intervenire bisogna infatti concordare con quest'ultimo un programma di ristrutturazione che restringe necessariamente l'autonomia dello Stato.

Quando il FMI fu chiamato in causa dalla Thailandia e dall'Indonesia chiese, in primo luogo, che si predisponesse un piano di austerità fiscale, con aumenti delle tasse e tagli alla spesa pubblica, così da evitare che aumentasse il deficit pubblico e impose di aumentare i tassi di interesse nel tentativo di persuadere gli investitori a lasciare i capitali dove erano<sup>11</sup>.

In secondo luogo, il FMI richiese riforme strutturali, cambiamenti che andarono ben oltre le politiche monetarie e fiscali, come condizione necessaria per concedere i finanziamenti.

Il tentativo di raggiungere questi obiettivi ebbe un doppio effetto su questi paesi: dove gli obiettivi furono soddisfatti, la recessione peggiorò e la domanda si ridusse; dove non lo furono, si esasperò il panico.

Ripagare i propri debiti implicava non avere ulteriori risorse finanziarie da impiegare per l'acquisto di beni capitali e di consumo; mentre l'aumento dei tassi di interesse ebbe l'effetto di ridurre ulteriormente gli investimenti portando l'economia alla recessione.

Negli anni seguenti alla crisi del 1997, si verificò una forte contrazione dei consumi interni e degli investimenti nella regione. Ma minori investimenti implicano una minor crescita: tra il 1987 e il 1996, il tasso medio annuo di crescita del Pil per Thailandia, Malesia, Indonesia e Filippine si attestava intorno al 7,3 %, mentre tra il 1997 e il 2007 è stato pari al 4%.

Una caratteristica comune a molti paesi asiatici prima della crisi del 1997 era inoltre l'elevato deficit delle partite correnti. La Malesia nel 1995 presentava un deficit di parte corrente pari al 9% del Pil; la Thailandia all'8% del Pil.

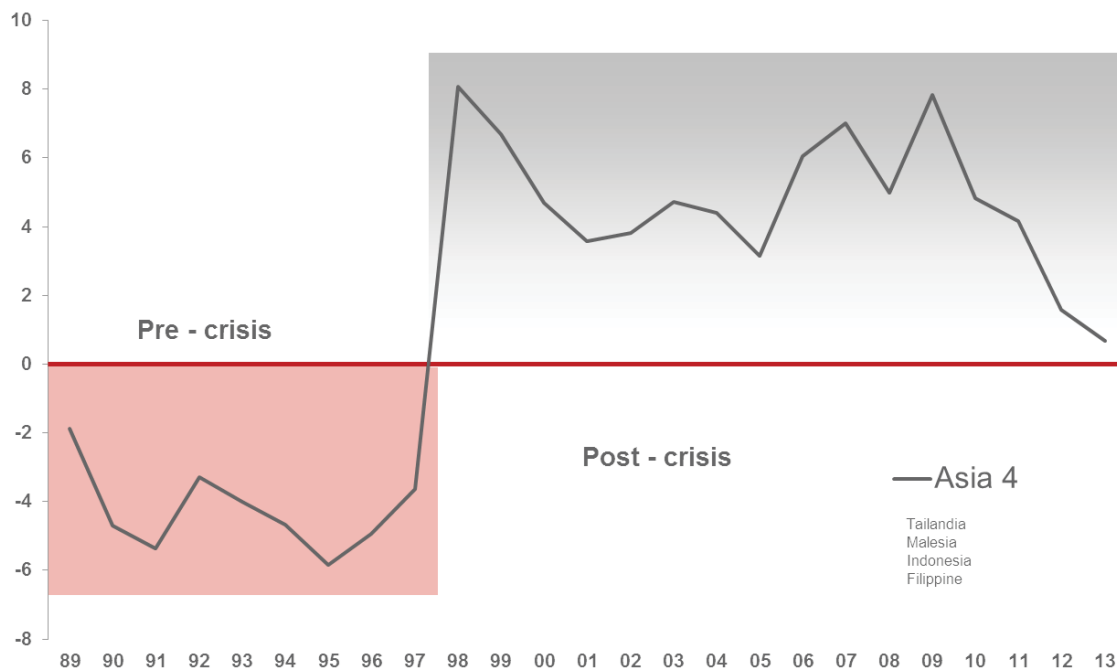
---

<sup>10</sup> La Cina è stato uno dei pochi paesi asiatici a non essere colpito dalla crisi del 1997 questo perché non era aperta ai movimenti di capitale.

<sup>11</sup> Alcuni critici del FMI, soprattutto Jeffrey Sachs, affermarono che questa era la cosa peggiore che si potesse fare. Sachs credeva, in effetti, che i paesi asiatici avrebbero potuto e dovuto comportarsi come l'Australia, lasciando semplicemente svalutare la propria valuta finché quest'ultima fosse apparsa a buon mercato agli occhi degli investitori, e che se lo avessero fatto non ci sarebbe mai stata una recessione così profonda. Cfr. Paul Krugman (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, ed. W. W. Norton & Company.

I Paesi asiatici cambiarono la composizione della loro produzione: sempre meno per il consumo interno e sempre di più per l'export. Grazie anche al contemporaneo incremento dei risparmi, il disavanzo delle partite correnti che aveva caratterizzato gli anni precedenti al 1997 si è invertito bruscamente. Da allora molti paesi, al fine di crearsi una protezione da eventuali futuri *shock*, hanno generato consistenti surplus, ancora oggi tra i più alti al mondo.

**Fig. 4:** Saldo delle partite correnti in % Pil (media semplice)



Fonte: elaborazione SACE su dati FMI

La combinazione di partite correnti in avanzo (surplus) e l'afflusso netto di capitali ha permesso ai paesi asiatici, da un lato, di accumulare ingenti riserve in valuta e, dall'altro, ha consentito di ripagare il debito estero accumulato.

Lo stock di debito e il costo per il suo servizio si sono ridotti nel corso degli anni, riducendo la vulnerabilità nei confronti di una nuova crisi<sup>12</sup>. Oggi il debito estero di questi paesi è molto lontano dagli squilibri che hanno portato alla crisi del 1997. Molti paesi asiatici si sono infatti trasformati da debitori a creditori netti nei confronti del resto del mondo.

La Thailandia, ad esempio, nel 1997 aveva un debito estero (pubblico e privato), al netto delle riserve, equivalente al 67% del Pil, oggi la stessa variabile risulta essere pari al -9%; La Malesia aveva un debito netto pari al 27%, mentre oggi è un creditore netto per il 4% del Pil. Altri paesi, sebbene continuano a rimanere debitori, hanno fatto notevoli progressi. L'Indonesia, dopo 14 anni di surplus delle partite correnti, ha ridotto il debito netto estero dal 57 al 20% del Pil. La Corea del Sud, nel 1997, aveva un debito netto estero del 29% oggi è pari al 7% del Pil<sup>13</sup>.

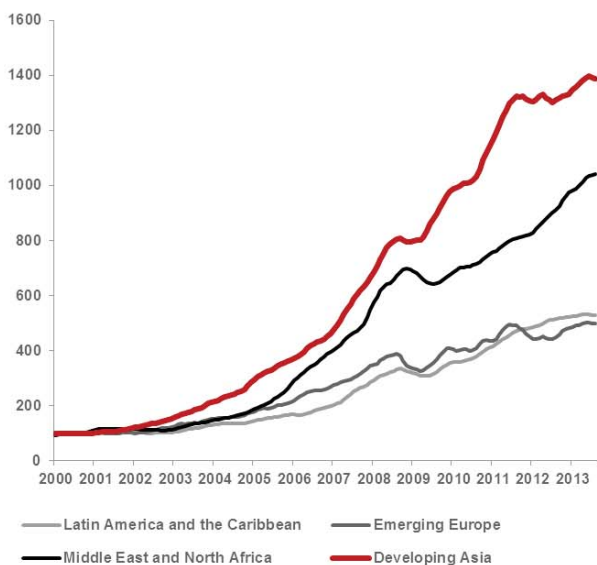
<sup>12</sup> Cfr. ANZ Group Research.

<sup>13</sup> Cfr. DBS Group Research (2013). *Economics Markets Strategy 4Q 2013*, 12 September 2013, pag. 5.

Paesi che hanno vissuto direttamente la crisi, come Malesia, Indonesia e Thailandia, e altri che seppur non vivendola direttamente ne hanno subito le ripercussioni, come la Cina, ne hanno risentito così tanto le conseguenze che hanno deciso che questo rischio non si poteva e soprattutto non si doveva più correre: sono divenuti dei paesi estremamente virtuosi, forse anche troppo, portando a profondi squilibri globali (“*global imbalances*”).

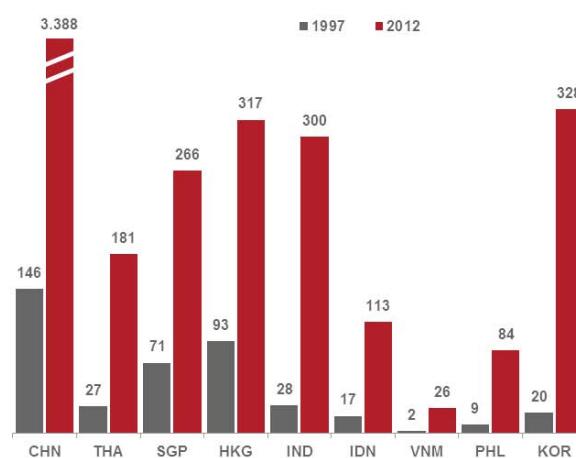
Dopo la crisi del 1997, la reazione è stata di creare barriere di protezione nei confronti di un eventuale ripetersi di una nuova. Queste barriere sono: riduzione dei finanziamenti esteri, surplus nella bilancia dei pagamenti, incremento delle misure di controllo sui flussi di capitale in entrata e in uscita ma soprattutto un forte aumento delle riserve valutarie sia in dollari sia in euro.

**Fig. 5:** Riserve paesi emergenti (miliardi di dollari)



\* International Reserves (index; 2000 = 100, three-month moving average)

**Fig. 6:** Riserve Asia emergente (miliardi di dollari)



Fonte: elaborazioni SACE su dati FMI e Banca Mondiale

Tanto più un paese dipende dai flussi finanziari tanto più risulta essere vulnerabile. Per questo motivo l’accumulo delle riserve in valuta estera è stata percepita dai paesi emergenti come la principale arma di difesa per la stabilizzazione dei flussi di capitali. In sostanza, quando si verifica un deflusso di capitali, un paese dotato di riserve può vendere valuta straniera compensando in questo modo l’effetto sul tasso di cambio del deflusso. I paesi non dotati di riserve rimangono fortemente esposti alla volatilità e dipendenti dall’aiuto di soggetti multilaterali<sup>14</sup>.

Per i motivi sopra citati, le riserve continueranno quindi ad essere viste, anche in futuro, come un’assicurazione importante, seppur costosa, contro l’impatto negativo delle oscillazioni dei flussi finanziari globali.

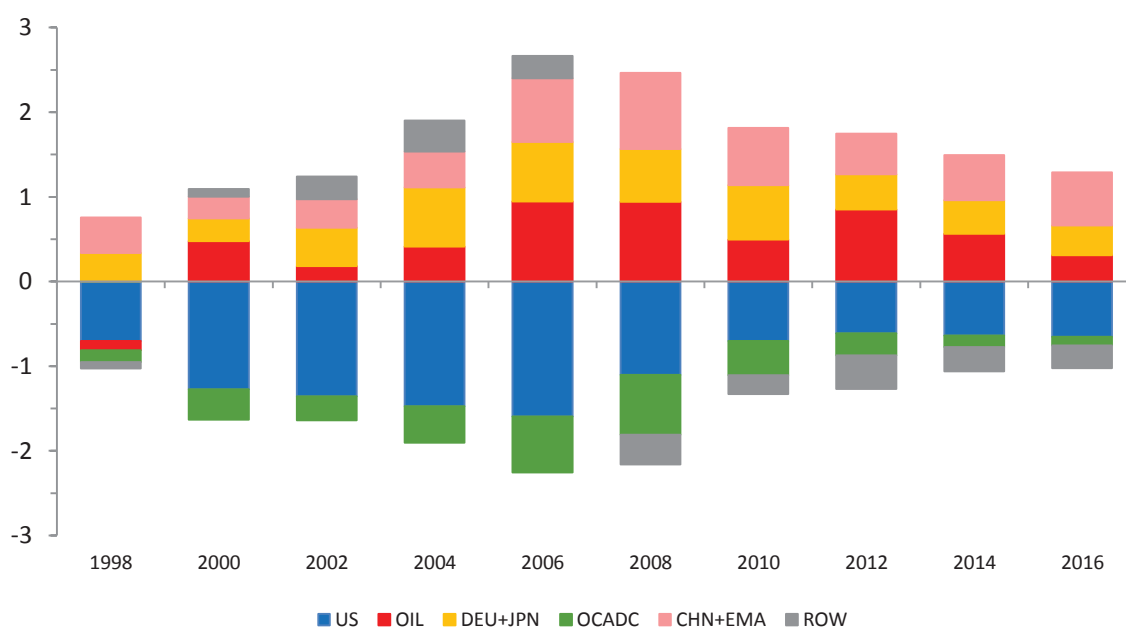
<sup>14</sup> Cfr. Michal Spence (2011). *The Next Convergence: The Future of Economic Growth in a Multispeed World*, Picador.

### 2.3. Squilibri globali

Il saldo delle partite correnti regionale per grandi aree mostra un surplus, nell'aggregato, molto elevato per le aree emergenti, a fronte di un deficit per i paesi industrializzati. Questo quadro di bilancia corrente fornisce una precisa indicazione: da diversi anni i paesi emergenti, ossia quei paesi in forte crescita, con migliori opportunità di investimento e con processi di *catch-up* in corso, che normalmente dovrebbero richiedere abbondanza di capitale per finanziare il deficit di parte corrente, sono invece risparmiatori netti e quindi esportatori di capitale.

Questa è certamente una contraddizione rispetto a quello che ci si sarebbe atteso sulla base dei normali *trend* di sviluppo, che avrebbero dovuto vedere il paese "ricco" finanziare quello "povero" e non viceversa.

Fig. 7: I nuovi squilibri globali (partite correnti come % del Pil mondiale)<sup>15</sup>



Fonte: elaborazioni SACE su dati FMI, WEO Ottobre 2013

La Cina, e più in generale l'Asia, rappresenta la parte più grande e crescente del surplus che alimenta gli squilibri globali, destinati ad ampliarsi in assenza di un'adeguata e coordinata azione correttiva. Gli Stati Uniti, invece, rappresentano storicamente il paese con il disavanzo corrente di gran lunga più ampio in termini assoluti.

L'anomalia risiede non tanto nel ricevere elevati afflussi di capitali, che fanno registrare avanzi delle partite finanziarie, quanto nel fatto che questo avviene in presenza di avanzi di conto corrente. Il risultato netto è quindi l'accumulo di riserve da parte dei paesi emergenti.

<sup>15</sup> CHN+EMA = Cina, Hong Kong, Indonesia, Corea del Sud, Malesia, Filippine, Singapore, Taiwan, Thailandia; DEU+JPN = Germania e Giappone; OCADC = Bulgaria, Croazia, Repubblica Ceca, Estonia, Grecia, Ungheria, Irlanda, Lettonia, Lituania, Polonia, Portogallo, Romania, Slovacchia, Slovenia, Spagna, Turchia, Regno Unito; OIL = paesi esportatori di petrolio; ROW = resto del mondo; US = Stati Uniti.

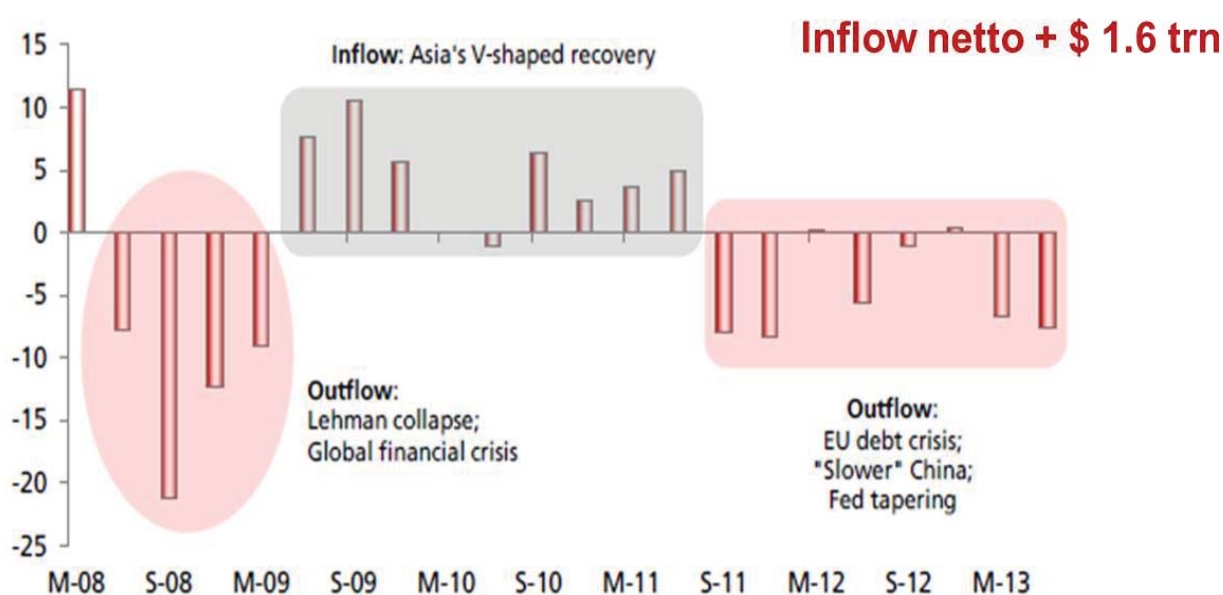
## 2.4. Gli anni dal 2007 al 2013: “Asia-vu” ?

La liquidità iniettata dalla Fed nel corso dell’ultimo trentennio e la progressiva liberalizzazione ed integrazione dei mercati dei capitali, a partire dagli anni novanta, hanno spinto molti investitori internazionali a cogliere le opportunità derivanti dagli elevati ritmi di crescita economica dell’Asia emergente.

Il mondo industrializzato presenta prospettive di crescita più modeste di quelle dei paesi emergenti, rendimenti inferiori sui titoli pubblici, minore dinamica della popolazione e dei mercati interni, ragione per cui gli investitori cercano di aumentare il rendimento dei propri capitali impiegandoli in regioni più dinamiche benché più instabili e quindi più rischiose.

Dalla fine della crisi “*dot.com*” nel 2001, circa 2,4 di trilioni di dollari sono confluiti in Asia. Queste dinamiche hanno registrato una battuta di arresto nel biennio 2008/2009, con un deflusso temporaneo di capitali di circa 500 miliardi di dollari, per recuperare poi slancio nei due anni successivi (2010 – 2011). I deflussi di capitale hanno riaccelerato a partire dal 2011 con lo scoppio della crisi del debito sovrano in Europa e le paure di un possibile *hard landing* della Cina. La paura per la riduzione del programma di stimolo monetario della Fed rappresenta quindi solo l’ultima di una lunga serie.

**Fig. 8:** Flussi e deflussi di capitale in Asia



Fonte: DBS Group Research, Economics Markets Strategy 4Q 2013

Alcuni di questi capitali avevano certamente una natura speculativa di breve periodo (titoli di debito e azionari), alla ricerca di un arbitraggio dato dalla differenza tra i tassi di interesse locali e quelli dei paesi avanzati. Questi flussi di capitali ciclici ora stanno rientrando anche per il timore di un rallentamento della politica monetaria.

Sebbene i flussi di portafoglio siano stati rilevanti, questi sono stati superati dagli Investimenti Diretti Esteri (IDE), in termini sia di volumi sia in termini di continuità. Proprio per la loro stabilità, nel medio lungo periodo, sono stati da sempre considerati la principale fonte di finanziamento nella bilancia dei pagamenti e quindi per la crescita. Mentre i flussi di portafoglio, proprio perché mossi da logiche di più breve periodo, hanno fornito un apporto minore.

Secondo le stime di *DBS Group Research*, il risultato netto di questi movimenti di capitale è che, dal 2001 ad oggi, circa 1,6 trilioni di dollari sono rimasti investiti in Asia, nonostante le crisi che si sono succedute nel corso degli ultimi dodici anni. Per ciascun dollaro affluito in Asia, alla lunga 66 centesimi sono stati trattenuti nell'area.

Da tale analisi emerge quindi come due terzi dei capitali affluiti siano di lungo periodo. Non solo sono rimasti ma continueranno a crescere, perché l'Asia è la regione del mondo in cui viene generata la crescita mondiale.

Per capirne il motivo, si prenda in esame questo confronto: l'Asia e gli Stati Uniti hanno all'incirca la stessa grandezza, il Pil in entrambi è di circa 16 trilioni di dollari. Se gli Stati Uniti cresceranno ad un tasso del 2,5% medio, genereranno 400 miliardi di dollari di nuova domanda ogni anno. Ma se l'Asia crescerà mediamente ad un tasso del 6,25%, genererà 1.000 miliardi di dollari di nuova domanda ogni anno.

Se la Germania continuerà a crescere ad un tasso dell' 1,5% per i prossimi 47 anni raddoppierà le sue dimensioni<sup>16</sup>. Potrebbe aggiungere una “nuova Germania” alla cartina geografica dell'Europa entro il 2060. L'Asia, invece, sarebbe in grado di aggiungere una “nuova Germania” ogni 4 anni<sup>17</sup>.

Questo è il motivo per cui i capitali, soprattutto gli IDE, vi continueranno a confluire. Gli investitori e le imprese vogliono essere dove c'è la crescita, e sempre di più l'Asia si conferma la regione del mondo a maggior crescita.

---

<sup>16</sup> Grazie alla “regola del 72” sappiamo che il tempo che ci vuole per un paese per raddoppiare le proprie dimensioni, dato un determinato tasso di crescita annuo, è pari al rapporto tra il numero 72 e il tasso di crescita annuo. Cfr. Michal Spence (2011). *The Next Convergence: The Future of Economic Growth in a Multispeed World*, Picador.

<sup>17</sup> Cfr. DBS Group Research (2013). *Economics Markets Strategy 4Q 2013*, 12 September 2013, pag. 5.



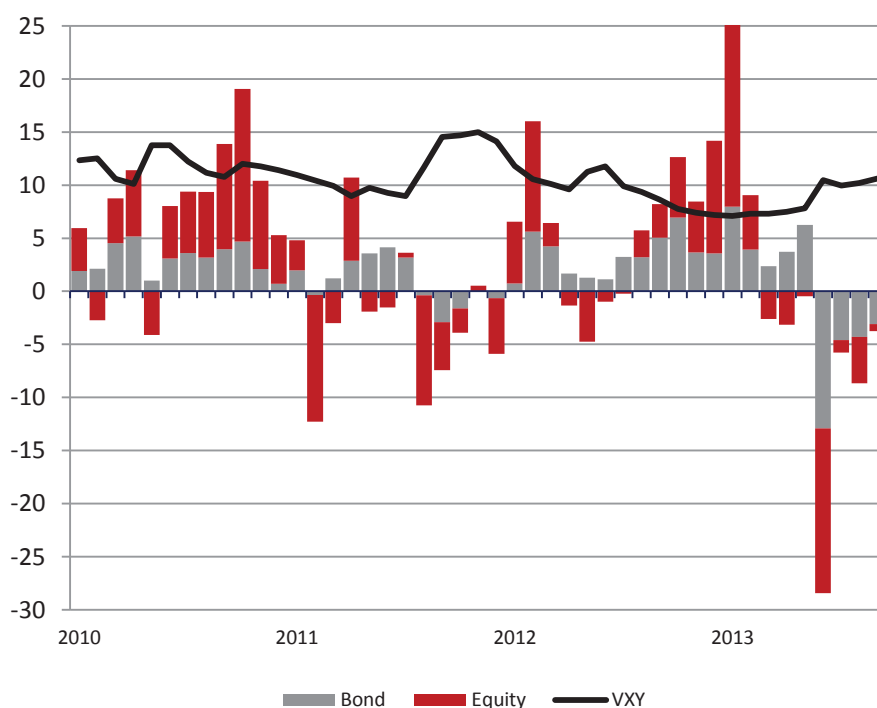
## 2.5. 2013 Federal Reserve *tapering*: nuova crisi ?

I segnali positivi provenienti dall'economia statunitense hanno spinto la Fed a valutare la possibilità di un graduale rallentamento del programma di QE, ossia l'acquisto di titoli di mutui cartolarizzati (*Mortgage-Backed Securities*) e di obbligazioni del Tesoro a lungo termine (nel complesso 85 miliardi di dollari al mese) con conseguente immissione in circolazione di dollari.

Tale modifica di indirizzo della politica monetaria statunitense, se portata a compimento, indurrebbe una contrazione della liquidità in circolazione ed un aumento dei tassi di interesse. Entrambe queste conseguenze spingerebbero chi ha investito nei mercati emergenti, soprattutto con logiche di breve periodo, a liquidare i propri *assets*, al duplice scopo di evitare di trovarsi in portafoglio titoli poco liquidi e perdere le opportunità derivanti dalla crescita negli Usa.

A seguito dell'annuncio di una possibile inversione della politica monetaria statunitense, l'Asia, così come molte altre economie emergenti, è stata oggetto di un deflusso generalizzato di capitali esteri che ha portato ad un inasprimento significativo delle condizioni finanziarie e ad un deprezzamento delle valute.

**Fig 9:** Scomposizione dei flussi netti di portafoglio (miliardi di dollari; dati mensili)



Fonte: elaborazioni SACE su dati FMI, WEO Ottobre 2013

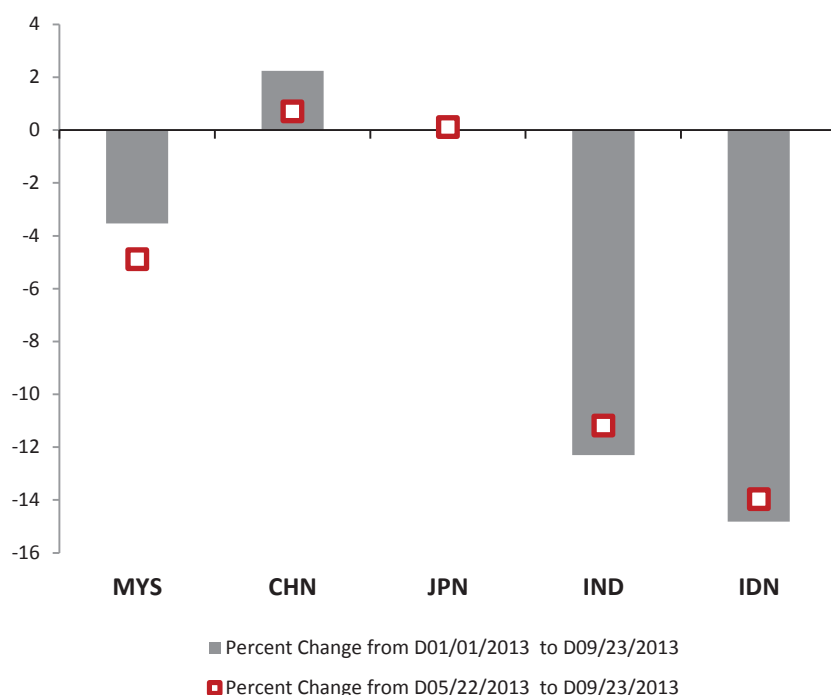
In presenza di ampi deflussi di capitali, le banche centrali, per arginare le pressioni al ribasso sulle proprie valute locali hanno fatto ampio ricorso sia a strumenti di mercato, quali l'aumento dei tassi ufficiali e le operazioni sul mercato dei cambi, sia a misure di natura amministrativa, come l'allentamento delle restrizioni sugli afflussi di capitale.



Questo rappresenta un importante elemento di distinzione rispetto a quanto accaduto nel 1997. In quegli anni, i tassi di cambio di molti paesi erano fissi e quindi gestire la volatilità sui mercati finanziari era molto più complesso di quanto non lo fosse oggi.

Le valute che attualmente hanno registrato un più marcato peggioramento nel cambio con il dollaro sono quelle dei paesi del Sud e Sud-Est asiatico, caratterizzati da partite correnti negative, deficit fiscali e fondamentali economici in forte peggioramento. Le due economie più colpite dalla volatilità sui tassi di cambio sono state quella indiana e quella indonesiana, le quali presentano squilibri strutturali interni non marginali.

**Fig. 10:** Variazione dei tassi di cambio nominali (USD per unità di valuta domestica; Var. %)



Fonte: elaborazioni SACE su dati FMI, WEO Ottobre 2013

Oggi, i paesi asiatici sono molto più “resilienti” di quanto non lo fossero prima della crisi del 1997. Presentano: (i) tassi di crescita elevati; (ii) debito denominato in valuta locale e con una struttura delle scadenze a più lungo termine; (iii) partite correnti con saldi migliori; (iv) tassi di cambio flessibili (che rendono gli aggiustamenti molto più agevoli) e (v) ingenti riserve valutarie utilizzabili per compensare i deflussi di capitale.

In conclusione, permangono dei problemi, principalmente in India e in misura minore in Indonesia, ma i recenti deflussi di capitali riflettono principalmente il nervosismo nei confronti di un rallentamento del QE, piuttosto che problemi strutturali nella regione. I fondamentali restano solidi e i recenti timori risultano essere eccessivi. La regione nel complesso rimane lontana dagli eccessi che hanno portato alla crisi del 1997<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> Cfr. DBS Group Research (2013). *Economics Markets Strategy 4Q 2013*, 12 September 2013, pag. 6

### 3. Rallentamento della Cina

Le aspettative di crescita dell'economia cinese sono state gradualmente riviste al ribasso negli ultimi due anni. Pur essendo riuscita ad evitare il temuto *hard landing*, la classe politica cinese sembra aver accettato tassi di crescita inferiori e più sostenibili rispetto al passato. Secondo le ultime stime del FMI, nel 2013 il Pil dovrebbe crescere del 7,6% e nel 2014 del 7,3% .

Si dice che per fare i soldi ci vogliono i soldi, ma per i paesi per crescere rapidamente è molto più semplice essere poveri. Più infatti un paese è sviluppato, più è difficile la crescita. Ed è possibile che un paese sia divenuto troppo ricco per crescere velocemente. Questo rappresenta esattamente la situazione della Cina di oggi.

Per decenni il paese più popoloso al mondo si è basato su una semplice formula per incrementare la crescita: un'ampia manodopera a basso costo e l'incremento degli investimenti in rapporto al Pil, da 35 a quasi il 50 %, un livello mai sperimentato prima. Ha investito in infrastrutture, in particolare in strade che collegano centri industriali con i porti, nello sviluppo di reti di telecomunicazione, nella costruzione di nuove fabbriche e acquisto di macchinari per la produzione, tutti investimenti che sono alla base dello sviluppo di un paese.

Il favorevole contesto economico, promosso dalle autorità di Pechino, e le grandi opportunità di investimento hanno da sempre incoraggiato gli IDE in entrata nel paese, considerati il principale strumento di *knowledge transfer* e quindi di sviluppo.

Ora tutti questi *driver* sembrano aver raggiunto una fase matura: l'elevata disponibilità di manodopera a basso costo si sta esaurendo, l'occupazione nelle fabbriche ha raggiunto la sua capacità massima e il sistema autostradale può contare su una lunghezza totale di 42.000 miglia, la seconda al mondo dietro a quella degli Stati Uniti con una lunghezza complessiva di 62.000 miglia.

Le autorità stanno lavorando ad un profondo cambiamento del modello di sviluppo che possa assicurare, nel medio-lungo termine, una crescita più sostenibile di quella generata finora da investimenti ed esportazioni a basso costo. Questo implicherà tassi di crescita più contenuti rispetto a quelli registrati fino ad oggi e una maggiore attenzione alla "qualità" dello sviluppo piuttosto che alla sua "quantità".

Una crescita a tassi più contenuti significa una Cina meno dirompente, che produce meno frizioni geopolitiche, ed una minore paura dell'ascesa del "Dragone Rosso". Quindi non necessariamente dovrà essere interpretata come negativa.

Se la Cina nei prossimi anni crescerà a tassi del 7 o 6%, questa verrà inizialmente percepita come una recessione, seppur lieve. Ma difficilmente potrà essere considerata un "cataclisma" a livello globale. Dopo tutto, un vecchio proverbio cinese recita: "un cammello morto è sempre più grande di un cavallo"<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Cfr. Ruchir Sharma (2012). *Breakout Nations: In Pursuit of the Next Economic Miracles*, W. W. Norton & Company.

### 3.1. Inflazione e mercato del lavoro

L'eccesso di manodopera rurale a basso costo ha giocato un ruolo fondamentale nel mantenere bassa l'inflazione e nel supportare il modello di crescita cinese.

La Cina è oggi alla vigilia di un cambiamento demografico che avrà conseguenze profonde sul suo panorama economico e sociale. A seguito della politica “*One Child Only*”, introdotta nel 1979, il paese sta perdendo il vantaggio di una popolazione in età lavorativa estremamente giovane. Per decenni la popolazione in età infantile e molto anziana è diminuita a favore di quella più produttiva. Ma nel giro di pochi anni, la popolazione in età lavorativa raggiungerà un picco storico, per poi iniziare un rapido declino. Secondo le stime delle ONU tra il 2010 e il 2030 la popolazione in età lavorativa diminuirà di 67 milioni di lavoratori, più della popolazione dell'intera Francia.

Una serie di proteste nelle fabbriche della Cina meridionale in questi ultimi anni hanno acceso i riflettori sulle rivendicazioni dei lavoratori cinesi, emigrati in zone manifatturiere dalla campagna e dalle aree economiche meno sviluppate. Tali rivendicazioni indicano come sempre di più i lavoratori si aspettino delle condizioni lavorative e salariali migliori.

La contrazione della forza lavoro e le rivendicazioni sono oggi le principali cause di un'inflazione salariale. Il divario tra i salari dei lavoratori non qualificati e quelli istruiti si sta riducendo; per effetto della riduzione del numero dei braccianti nelle campagne, i salari dei contadini aumentano più velocemente di coloro che emigrano in città: il ritorno economico di andare in città a studiare e cercare un impiego, sta calando drasticamente. Per gli imprenditori cinesi questo significa “pagare di più, per meno”.

I salari orari stanno aumentando a ritmi superiori a quelli della produttività e questo impone alle imprese di aumentare i prezzi finali delle merci per coprire i più alti costi di produzione, mettendo in seria discussione il modello dell'economia cinese basato sul lavoro a basso costo e sulle esportazioni. Sempre più multinazionali straniere, ma anche le stesse imprese cinesi, delocalizzano le proprie produzioni verso altri paesi, che offrono un costo del lavoro molto più basso, come l'Indonesia, il Bangladesh e il Vietnam.

Gli incrementi dei salari nominali e la carenza di manodopera hanno sollevato interrogativi sul fatto che la Cina sia pronta a varcare il *Lewis Turning Point* (LTP), un punto di inversione in cui si muoverebbe da un eccesso ad una carenza di offerta di manodopera a basso costo. Varcare questa soglia avrebbe implicazioni di vasta portata non solo per la Cina ma anche per il resto del mondo<sup>20</sup>. Secondo le stime del FMI, la Cina dovrebbe raggiungere il proprio LTP tra il 2020 e il 2025.

L'attuale modello di crescita, guidato da uno straordinario incremento degli input come il lavoro e il capitale non sarà pertanto più sostenibile; la Cina dovrà quindi investire meno, ma meglio. Questo implicherà il passaggio ad un modello di crescita basato sul miglioramento della produttività totale dei fattori variabile che approssima lo sviluppo delle capacità innovative ed organizzative. In sostanza significherà accelerare l'attuazione dell'agenda del governo, riequilibrando la crescita verso maggiori consumi privati.

---

<sup>20</sup> Mitali Das and Papa N'Diaye (2013). *Chronicle of a Decline Foretold: Has China Reached the Lewis Turning Point?*, IMF, Working Paper 13/26; The Economist (2013). *China approaching the turning point*, ed. 31 January 2013.

### 3.2. Il rischio di una bolla immobiliare

Un esempio emblematico dell'aumento esponenziale dei prezzi in Cina è il mercato immobiliare, il quale ha avuto un significativo sviluppo nel corso degli ultimi due decenni. Sono tanti i *policymaker* cinesi che continuano a ripetere, come un *mantra*, che non esiste alcuna bolla immobiliare. Il timore, tuttavia, esiste.

Una delle ragioni per cui i prezzi delle abitazioni sono così elevati è dovuta ad una serie di riforme introdotte tra il 1998 e il 2003, quando il governo di Pechino ha iniziato a privatizzare il mercato, concedendo alle famiglie di poter acquistare alloggi popolari a prezzi inferiori al loro valore di mercato.

Nel 2008, nel tentativo di sostenere l'economia e di "mascherare" i problemi derivati dallo scoppio della crisi finanziaria, il governo ha ordinato alle banche statali di concedere prestiti in maniera così ampia che nei tre anni successivi è stato immesso nuovo credito per quasi 4 trilioni di dollari, all'incirca le dimensioni dell'intera economia nel 2009.

La generosa concessione di prestiti da parte delle banche è stata utilizzata principalmente nel settore immobiliare alimentando una crescita dei prezzi degli immobili senza precedenti. Nel marzo 2013, il Consiglio di Stato ha disposto delle misure chiave per frenare la domanda speculativa, quali: il divieto di acquisto di una seconda casa; restrizioni all'accesso al credito nelle regioni che hanno riportato gli incrementi più elevati e l'aumento dei tassi di interesse.

Nel tentativo di mitigare il problema, nel 2010 Pechino ha lanciato un ambizioso piano di edilizia popolare che prevedeva la costruzione di 15,4 milioni di alloggi popolari. Il problema ora è che queste case non riescono ad essere vendute. A giugno 2013, secondo le stime di HSBC, ci sono circa 53 milioni di abitazioni invendute. Colpa di una politica di espansione immobiliare che non ha tenuto adeguatamente conto dei prezzi.

La difficoltà di acquistare una casa è particolarmente acuta per le giovani generazioni. Da un sondaggio effettuato "il 70% delle donne *single* afferma che la prima cosa che ricerca in un uomo è l'atto di proprietà della casa<sup>21</sup>".

Dal 1999, anno dell'introduzione dei mutui ipotecari in Cina, la consistenza è aumentata da 13 miliardi a 8,1 trilioni di renminbi nel 2012, all'incirca il 16% del Pil<sup>22</sup>.

I segnali che una bolla immobiliare si sia gonfiata sono ormai numerosi. L'eventuale scoppio della bolla immobiliare potrebbe destabilizzare il già fragile sistema bancario del Paese. Già ora molte banche cinesi stanno soffrendo. Dopo aver finanziato, a volte con estrema facilità, le imprese edili del Paese, ora si ritrovano con milioni di unità abitative invendute. L'eccessiva liquidità presente sul mercato rischia di essere, come già successo negli Stati Uniti, più dannosa che benefica.

---

<sup>21</sup> Cfr. Ruchir Sharma (2012). *Breakout Nations: In Pursuit of the Next Economic Miracles*, W. W. Norton & Company.

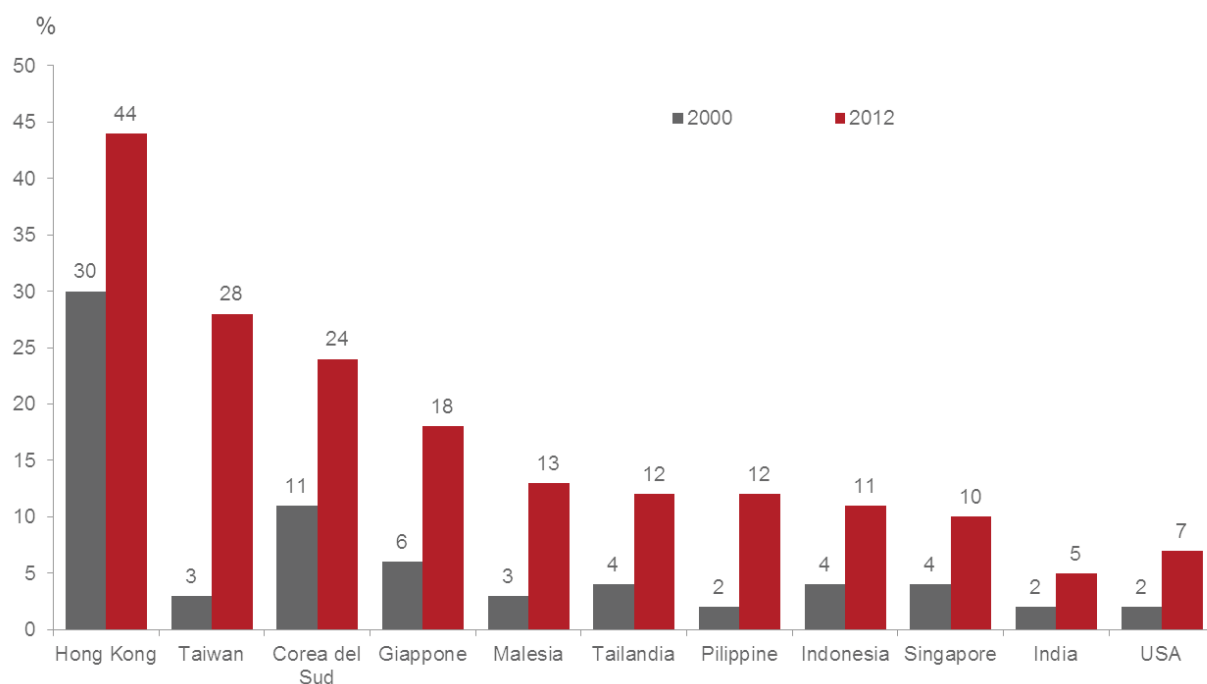
<sup>22</sup> Cfr. HSBC Global Research (2013). *Asia's next challenge, Part 2: Debt, dangers and dilemmas*, 10 October 2013.

### 3.3. Impatto del rallentamento della Cina sull'economia dell'intera regione

Il rallentamento dell'economia e della domanda cinese farà risentire i suoi effetti sull'intera regione asiatica, specialmente nei paesi dell'Asia orientale e del Sud-Est asiatico per i quali la Cina rappresenta un importante *partner* commerciale.

Nel corso degli ultimi due anni le esportazioni, verso la Cina, di molti paesi asiatici si sono ridotte significativamente, anche se l'impatto non è stato uguale per tutti. Taiwan, con circa il 28% del totale delle esportazioni destinate al mercato cinese, è dopo Hong Kong, il paese maggiormente colpito. La Corea del Sud non è molto distante, con un quarto delle sue esportazioni rivolte verso la Cina, più del doppio di quanto accadeva un decennio fa. L'esposizione del Giappone a partire dal 2000 è triplicata. Malesia, Thailandia, Filippine, Indonesia e Singapore sono esposte per una percentuale che oscilla tra il 10 e 13%. La quota di export dell'India verso la Cina rimane invece, ad oggi, molto bassa pari al 5%. Contenuta risulta essere anche la posizione degli Stati Uniti e dell'Europa<sup>23</sup>.

**Fig. 11:** Esportazioni destinate alla Cina per paese di origine (in % sull'export totale del paese)



Fonte: elaborazioni SACE su dati DBS *Research Group*

<sup>23</sup> DBS Group Research (2013). *Asia: new drivers, new risks. The impact of a slower China on regional economics and currencies*, 2 August 2013.

#### 4. Prospettive future per la Cina

La Cina deve oggi affrontare problemi che richiedono soluzioni strutturali e nuove sfide cruciali per la sua crescita interna, nonché per le relazioni con il resto del mondo.

A livello macroeconomico i principali cambiamenti includono: l'aumento del reddito disponibile delle famiglie per incentivare i consumi interni, quali principale driver della crescita e, conseguentemente ridurre l'importanza degli investimenti e delle esportazioni.

A livello finanziario: la liberalizzazione dei tassi di interesse e delle valute; la globalizzazione del *renminbi* (RMB)<sup>24</sup>; una maggiore apertura al mercato dei capitali; la lotta al sistema bancario ombra (*shadow banking*) e il tentativo di porre un freno all'eccessiva crescita del credito.

Cambiamenti dal punto di vista microeconomico ricomprendono: una riduzione del ruolo svolto dalle imprese statali (*State Owned Enterprises*, SOE); una contrazione dei risparmi rispetto agli investimenti in modo tale da ridurre il surplus del saldo di parte corrente; l'introduzione di un adeguato sistema di *welfare*; la riduzione dell'inquinamento atmosferico e delle acque; un "sano meccanismo di urbanizzazione" che possa trovare una soluzione al problema dell'assenza di servizi e di protezione sociale per tutti quei migranti che oggi vivono nelle periferie dei maggiori centri urbani; maggiori diritti di proprietà sulle terre dei contadini per una partecipazione più condivisa alla modernizzazione del Paese.

L'implementazione di queste riforme e cambiamenti strutturali certamente porterà con sé dei benefici, ma anche dei rischi di breve e di lungo periodo.

Il principale rischio di lungo termine è che questi cambiamenti strutturali possano rivelarsi più difficili di quanto si pensi. Oggi la Cina è trenta volte più grande di quanto non lo fosse nel 1978. Da un punto di vista pratico, fare oggi riforme strutturali è quindi trenta volte più difficile di quanto non lo fosse trentacinque anni fa.

I rischi di breve periodo sono ancora più tangibili. Il più importante è che la crescita dei consumi interni non riesca a colmare il vuoto lasciato dagli investimenti e dalle esportazioni, e che la crescita dell'attività economica possa rallentare di più di quanto inizialmente preventivato. Un altro rischio, particolarmente spinoso, è quello della riduzione del ruolo delle "SOEs" nell'economia. Sebbene positivo, questo farebbe venir meno uno dei principali meccanismi attraverso il quale il governo riesce a gestire la crescita. Ma alla fine, il rischio più grande sarebbe proprio quello di non fare nulla.

---

<sup>24</sup> Secondo l'ultimo *report* della Banca per i Regolamenti Internazionali (BRI) sui mercati valutari, gli scambi giornalieri in RMB sono triplicati negli ultimi tre anni. Questo ha permesso alla valuta cinese di essere la nona più scambiata nel 2013, con una quota del 2,2% sul mercato valutario. Ma ancora oggi, il RMB risulta essere sottorappresentato se paragonato alle dimensioni dell'economia cinese. La Cina rappresenta infatti circa 11% del Pil mondiale (la seconda più grande economia) e più del 10% dell'intero commercio globale.

## **Bibliografia**

- Ascari R., Terzulli A. (2009). *The Crisis in Four Notes*, SACE Working Papers, n. 10.
- Ascari, R. (2012). *Di cosa parliamo quando parliamo di “crisi”?* SACE, *Speaking notes*, 2012.
- Bagella M. (2007). *Il sistema finanziario internazionale: dal mercato chiuso al mercato aperto*, Giappichelli editore.
- Bouchet M.H., Clark E., Gros Lambert B. (2003). *Country Risk Assessment*, The Wiley Finance Series.
- DBS Group Research (2013). *Asia: New Drivers, New Risks. The Impact of a Slower China on Regional Economics and Currencies*, 2 August 2013.
- DBS Group Research (2013). *Economics Markets Strategy*, 4Q 2013, 12 September 2013.
- DBS Group Research (2007). *Asia-vu, DBS Quarterly Economics-Markets-Strategy*, 15 June 2007.
- Ferguson, R. W. (1998) . *The Asian Crises: Lessons to Be Learned and Relearned*, Before America's Community Bankers, Washington D.C. March 4, 1998.
- FMI (2013). *World Economic Outlook, Transition and Tensions*, October 2013.
- FMI (2013). *Global Financial Stability Report, Transition Challenges to Stability*, October 2013.
- FMI (2013). *Asia and Pacific Regional Economic Outlook Update*, October 2013.
- HSBC Global Research (2013). *Asia's Next Challenge, Part 2: Debt, Dangers and Dilemmas*, 10 October 2013.
- HSBC Global Research (2013). *Asian Economics: Saved by the Bell*, Macroeconomics – Asia Q4 2013.
- King S. (2013). *When The Money Runs Out, The End of Western Affluence*, ed. Yale University Press.
- Krugman, P. (1994). *The Myth of Asia's Miracle*, Foreign Affairs; Nov/Dec 1994; Vol.73, Issue 6.
- Krugman, P. (1996). *Are Currency Crises Self-fulfilling?*, NBER Macroeconomics Annual.



- Krugman, P. (1998). *What Happened to Asia?*, Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology.
- Krugman, P. (2008). *The Widening Gyre*, New York Times, 26 October 2008.
- Krugman, P. (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, ed. W.W. Norton & Company.
- Krugman, P. (2012). *End This Depression, Now!* ed. W.W. Norton & Company.
- M. Das, N'Diaye P. (2013). *Chronicle of a Decline Foretold: Has China Reached the Lewis Turning Point?*, IMF, Working Paper 13/26.
- Sharma R. (2012). *Breakout Nations: In Pursuit of the Next Economic Miracles*, ed. W. W. Norton & Company.
- The Economist (1995). *The Miracle of the Sausage Maker*, December 9, 1995.
- The Economist (2013). *China Approaching the Turning Point*, 31 January 2013.
- Spence M. (2011). *The Next Convergence: The Future of Economic Growth in a Multispeed World*, Picador.



### *SACE Working Paper Studies*

- M. Riva, M. Cascianelli, *Trade Finance and Export Credit Agencies. Sviluppi recenti e prospettive future. Il nuovo ruolo delle ECA* - WORKING PAPER N. 1 (Dicembre 2005)
- R. Ascari, *Is Export Credit Agency a Misnomer? The ECA Response to a Changing World* - WORKING PAPER N. 2 (Febbraio 2007)
- E. Baldacci, *Beyond the "Davos Consensus": a New Approach to Global Risks* - WORKING PAPER N. 3 (Marzo 2007)
- E. Baldacci, L. Chiampo, *L'analisi del rischio paese: l'approccio di SACE* - WORKING PAPER N. 4 (Maggio 2007)
- J. M. Tiscornia, *How Many "Monies" for Mercosur?* - WORKING PAPER N. 5 (Febbraio 2008)
- F. Ferrari, R. Rolfini, *Investing in a Dangerous World: a New Political Risk Index*, WORKING PAPER N. 6 (Giugno 2008)
- M. Minoretti, *Cavalcando l'onda nera. L'Asia centrale è pronta ad essere integrata nell'economia globale?*, WORKING PAPER N. 7 (Luglio 2008)
- E. Padoan, *Sostenibilità dei deficit delle partite correnti. La teoria ed il caso degli USA*, WORKING PAPER N. 8 (Luglio 2008)
- P. Barchietto, *Russia: a Political and Economic Issue*, WORKING PAPER N. 9 (Marzo 2009)
- R. Ascari, A. Terzulli, *The Crisis in Four Notes*, WORKING PAPER N. 10 (Ottobre 2009)
- G. Summo, A. Terzulli, *Internazionalizzazione delle imprese e crescita economica. Il ruolo di SACE*, WORKING PAPER N. 11 (Febbraio 2010)
- R. Ascari, *Political Risk Insurance: an Industry in Search of a Business?*, WORKING PAPER N. 12 (Marzo 2010)
- A. Coppola, A. Terzulli, *Shipping e Settore Navale: Struttura, Performance, Outlook e Operatività SACE*, WORKING PAPER N. 13 (July 2010)
- R. Rolfini, S. Paciotti, *Political Risk Insurance. A Technical Approach*, WORKING PAPER N. 14 (Novembre 2010)

R. Ascari, F. Pocek, *Country Risk: from theory to practice*, WORKING PAPER N.15 (Maggio, 2012)

R. Ascari, G. Dal Magro, L. Giglio, L. Passariello, A. Terzulli, P. Valerio, *Il paradigma della nuova internazionalizzazione in Italia. Il ruolo di SACE*, WORKING PAPER N.16 (Settembre 2013)



[www.sace.it](http://www.sace.it)