



UNIVERSITA' CA' FOSCARI DI VENEZIA

Dipartimento di Economia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex D.M.*
270/2004)

in
Economia e Finanza

LE RIFORME DEL SETTORE FINANZIARIO CINESE

Relatore

Ch.ma Prof.ssa Noemi Pace

Correlatore

Ch.ma Prof.ssa Sara Bonesso

Laureando
Piero Zenere
Matricola 836151

Anno Accademico
2012/ 2013

Indice

| | <i>Pag.</i> |
|--|--------------------|
| <i>Introduzione</i> | 6 |
| <i>Capitolo 1</i> | |
| <i>L'economia della Repubblica Popolare Cinese: realizzazioni, prospettive e nuove sfide.</i> | |
| 1.1 Consumo privato | 8 |
| 1.2 Nelle zone rurali, gli standard di vita sono molto più bassi | 9 |
| 1.3 Migliorare l'efficienza energetica per ridurre l'inquinamento | 10 |
| 1.4 Come è cresciuta l'importanza della Cina nell'economia mondiale | 13 |
| 1.5 La crescita è stata guidata da investimenti e da una riallocazione settoriale | 14 |
| 1.6 Rafforzare la capacità di innovazione | 15 |
| 1.7 Rendere più efficiente l'uso del capitale fisico | 17 |
| 1.8 Mobilitare e coltivare il capitale umano | 20 |
| 1.9 La crisi globale | 23 |
| 1.10 Come la Cina dipende dalle esportazioni? | 25 |
| 1.11 Risposta alla crisi | 26 |
| 1.12 Impatto sulla posizione fiscale | 29 |
| 1.13 Riequilibrio nel medio termine: la prospettiva fiscale | 31 |
| 1.14 I consumi privati | 33 |
| 1.15 Implicazioni per la politica di scambio | 35 |
| 1.16 La sfida politica sociale | 36 |
| 1.17 Superare la segmentazione del mercato del lavoro | 37 |
| 1.18 L'unificazione dei sistemi pensionistici | 38 |
| 1.19 Educazione e diritti di terra | 40 |
| 1.20 La riforma sanitaria | 41 |
| 1.21 Riforme economiche in Cina | 42 |
| 1.22 Esigenze di liberalizzazione | 45 |
| 1.23 Stabilità e progresso | 47 |
| 1.24 Le prospettive di sviluppo | 48 |

Capitolo 2

Le riforme del settore finanziario cinese

| | |
|---|----|
| 2.1 L'importanza della struttura finanziaria | 51 |
| 2.2 La gradualità nelle riforme del sistema finanziario cinese | 54 |
| 2.3 Le riforme finanziarie sono state accelerate ed ampliate nel 2005 | 57 |
| 2.4 La salute delle istituzioni finanziarie è migliorata notevolmente. | 58 |
| 2.5 Ulteriori miglioramenti | 65 |
| 2.6 Il mercato dei capitali | 68 |
| 2.7 I vantaggi non saranno immediati | 72 |
| 2.8 Il mercato obbligazionario | 75 |
| 2.9 Lo sviluppo del mercato obbligazionario sta progredendo, ma il segmento corporate rimane limitato | 76 |
| 2.10 l'evoluzione della struttura finanziaria in Cina | 80 |
| 2.11 Problematiche della struttura finanziaria cinese | 87 |

Capitolo 3

Conseguenze delle riforme ed ulteriori proposte

| | |
|--|----|
| 3.1 La riforma globale del sistema di credito rurale | 91 |
| 3.2 Liberalizzazione del sistema finanziario e i rischi annessi | 94 |
| 3.3 Il sistema finanziario si sta sviluppando internazionalmente | 96 |
| 3.4 Le strategie per l'apertura sono state stabilite, ma il processo continua ad essere molto graduale | 97 |
| 3.5 Il processo di liberalizzazione potrebbe essere accelerato | 98 |

| | |
|---------------------------|-----|
| <i>Conclusione</i> | 103 |
|---------------------------|-----|

| | |
|----------------------------|-----|
| <i>Bibliografia</i> | 106 |
|----------------------------|-----|

Elenco dei Grafici e delle Tabelle

Capitolo 1

Figure:

| | |
|---|----|
| ▪ Figura 1.1 Emissioni di CO2 e intensità energetica | 11 |
| ▪ Figura 1.2 Azioni sulla produzione manifatturiera mondiale | 12 |
| ▪ Figura 1.3. Assets fisici e occupazione nell'industria privata | 19 |
| ▪ Figura 1.4. Impatto del cambiamento azionario occupazionale sulla crescita della produttività | 21 |
| ▪ Figura 1.5 Livello di istruzione per anno di iscrizione alla scuola primaria | 22 |
| ▪ Figura 1.6 Evoluzione delle esportazioni e delle importazioni durante la recessione | 27 |
| ▪ Figura 1.7. La spesa pubblica e deficit su base di bilancio | 30 |
| ▪ Figura 1.8. Piano di spesa trimestrale in infrastrutture | 31 |
| ▪ Figura 1.9. Attività e passività finanziarie del governo | 32 |
| ▪ Figura 1.10. Percentuale di famiglie urbane che possiedono vetture da reddito decile | 35 |

Tabelle:

| | |
|--|----|
| ▪ Tabella 1.1 Livello e miglioramento degli standard di vita | 9 |
| ▪ Tabella 1.2 Fattori che contribuiscono alla crescita della produzione :1988-2008 | 15 |
| ▪ Tabella 1.3. L'intensità di R & S delle società cinesi per livello di tecnologia | 17 |
| ▪ Tabella 1.4 Gli sviluppi macroeconomici e le prospettive | 23 |
| ▪ Tabella 1.5 Risparmio, investimenti e saldo del conto corrente | 24 |
| ▪ Tabella 1.6. Saldi del risparmio settoriale in Cina e nell'area OCSE | 24 |
| ▪ Tabella 1.7. Conto stanziamento amministrazioni pubbliche | 29 |
| ▪ Tabella 1.8. Conto stanziamento delle famiglie | 33 |

Capitolo 2

Figure:

| | |
|---|----|
| ▪ Figura 2.1. Crescita PIL cinese, 1990-2012 | 50 |
| ▪ Figura 2.2. Architettura del sistema finanziario e sviluppo istituzionale | 53 |
| ▪ Figura 2.3. Accantonamenti per perdite su crediti delle grandi banche commerciali | 61 |
| ▪ Figura 2.4. I margini del tasso di interesse sui prestiti della banca | 67 |
| ▪ Figura 2.5. Rapporto prezzo-utili | 74 |
| ▪ Figura 2.6A. Tipologie di aziende quotate in Cina | 75 |
| ▪ Figura 2.6B. Tipologia di azioni quotate in Cina | 76 |

Tabelle:

| | |
|---|----|
| ▪ Tabella 2.1. Banche statali e non in Cina (2000-05 miliardi di RMB) | 56 |
| ▪ Tabella 2.2. Non-performing loans (NPL) delle banche commerciali | 59 |
| ▪ Tabella 2.3. I progressi nel raggiungimento di un'adeguatezza patrimoniale minima | 60 |
| ▪ Tabella 2.4. L'utile ante-imposte delle banche commerciali | 62 |
| ▪ Tabella 2.5. Mercato azionario (2002) | 69 |
| ▪ Tabella 2.6. Mercato azionario (2006) | 71 |
| ▪ Tabella 2.7. Profilo di Borsa | 73 |
| ▪ Tabella 2.8. Obbligazioni in circolazione per tipo | 77 |
| ▪ Tabella 2.9A. Confronto tra sistemi finanziari: bank-based vs. market based | 80 |
| ▪ Tabella 2.9B. Indici di struttura | 82 |

| | |
|---|----|
| ▪ Tabella 9C. Indici di sviluppo finanziario | 83 |
| ▪ Tabella 2.10A. Dimensioni del sistema bancario e del mercato azionario in rapporto al PIL | 85 |
| ▪ Tabella 2.10B. Struttura del sistema finanziario | 85 |
| ▪ Tabella 2.10C. Sviluppo del sistema finanziario | 85 |
| ▪ Tabella 2.11. Prestiti in sofferenza (NPLs): in % Total Assets & (%GDP) | 88 |
| ▪ Tabella 2.12. ROE & (ROA) del settore bancario | 88 |

Introduzione

Vi sono numerosi dibattiti sul tema del legame funzionale fra la crescita del sistema economico e lo sviluppo del settore finanziario. Sembra prevalere la tesi secondo la quale vi sia un nesso causale tra sviluppo del sistema finanziario e crescita dell'economia nel suo complesso, o, in subordine, quella che evidenzia una contestualità dei due fenomeni.

Nel caso dell'economia cinese, però, lo sviluppo registrato negli ultimi decenni, con un tasso di crescita medio annuo del prodotto interno lordo prossimo al 10%, non sembra che abbia influito nello sviluppo del settore finanziario, settore che, solo a partire dalle recenti riforme del 2005 ha iniziato ad espandersi in modo significativo.

In questo lavoro ci concentreremo nella prima parte sugli aspetti economici che hanno portato il paese ad essere considerato una potenza mondiale. Infatti lo sviluppo del settore privato, l'adeguamento del mercato del lavoro e, più in generale, le riforme economiche hanno allontanato la Cina dal sistema maoista a cui era ancorata, passando da un'economia socialista di mercato, definita dallo stesso Deng Xiaoping (pioniere della riforma economica cinese), ad un sistema economico incentrato sul libero mercato e il libero scambio.

Successivamente, nella seconda parte, ci concentreremo sulle riforme del settore finanziario cinese che tuttora sono in evoluzione e ne stanno modificando la struttura. Sin dal 1978 sono state attuate dalle autorità cinesi una serie di riforme strutturali che hanno permesso alla Cina di raggiungere dei ritmi di crescita superiori alle più grandi potenze mondiali, pur avendo ancora un sistema finanziario scarsamente sviluppato. Inoltre verrà approfondito il modo con il quale le autorità cinesi hanno voluto attuare questo processo di riforme del settore finanziario. Esso è stato caratterizzato da un approccio graduale che viene sottolineato da tutti gli studiosi in quanto risulta in contrasto con la tradizionale terapia shock adottata da altri paesi emergenti o in transizione sulla base di principi ispirati al cosiddetto Washington Consensus che prescrivono

l'introduzione immediata ed indiscriminata di sistemi market-oriented attraverso massicce liberalizzazioni e privatizzazioni.

Infine nell'ultima parte verranno trattate le principali conseguenze di questo processo di riforma durato circa trent'anni e che è tuttora in corso, e verranno elencate le ulteriori proposte che si dovrebbero adottare nel breve-medio periodo.

Capitolo 1

L'economia della Repubblica Popolare Cinese: realizzazioni, prospettive e nuove sfide.

Nel presente capitolo si tratterà della repubblica popolare cinese concentrando l'attenzione principalmente sugli aspetti economici che hanno portato la Cina ad essere considerata una delle future potenze mondiali.

Sin dal primo Economic Survey of China svoltosi nel 2005, l'economia cinese ha continuato ad espandersi rapidamente, trainata in larga misura dallo sviluppo del settore privato.

Le esportazioni sono state colpite duramente dalla crisi mondiale e sono rallentate bruscamente nel corso del 2008.

Tuttavia, le azioni politiche rapide e vigorose, come l'adeguamento del mercato del lavoro, hanno portato alla crescita in questi ultimi anni, in particolare dal secondo trimestre del 2009, mettendo la Cina al primo posto nella ripresa globale.

Gli standard di vita sono migliorati ad un ritmo eccezionale in Cina. La crescita reale stimata dei consumi delle famiglie è stata tra le più rapide al mondo, circa al 9,6% annuo nei cinque anni precedenti al 2008, quasi due punti percentuali più veloce rispetto al quinquennio precedente. Tuttavia il livello di consumo privato rimane basso rispetto alle economie più avanzate.

1.1 Consumo Privato

In termini di potere d'acquisto, fino al 2008 il consumo privato pro capite è stato solo un decimo del livello medio nell'area OCSE e tra un quinto e un quarto di quelli nei paesi OCSE a basso reddito come il Messico e la Turchia. Il guadagno dal consumo privato aggregato si riflette in una maggiore proprietà di beni di

consumo durevoli (Tabella 1.1). Nelle aree urbane, le famiglie cinesi sono ora dotate di apparecchiature elettriche. Quasi tutte le case urbane sono dotate di lavatrici ed almeno una unità di aria condizionata, TV color e telefono cellulare, inoltre anche il possesso di forni a microonde e computer si è diffuso. La dimensione di un appartamento nelle aree urbane è aumentato di quasi un terzo a partire dai primi anni del 2000 a 65 metri quadrati per la famiglia media di tre persone. Nelle aree urbane, l'auto di proprietà sta diventando prevalente tra il decile più alto di reddito. In effetti, il livello medio di reddito familiare di questo gruppo (misurato a parità di potere d'acquisto), ora supera quello del 30% delle famiglie statunitensi. Tuttavia, la dimensione di questo gruppo relativamente benestante è piccola, con non più di 50 milioni di membri familiari.

Tabella 1.1. Livello e miglioramento degli standard di vita

| | Rural | Urban | Highest decile urban | Rural | Urban | Highest decile urban |
|--|--------------------------------------|--------|----------------------|------------------------------------|-------|----------------------|
| | Ownership per 100 households in 2008 | | | Growth 2002-08 | | |
| Air conditioner | 9.8 | 100.3 | 197.2 | 27.5 | 11.9 | 7.4 |
| Automobile | n.a. | 8.8 | 33.0 | n.a. | 46.9 | 40.9 |
| Camera | 4.4 | 39.1 | 82.0 | 4.8 | -2.0 | 0.4 |
| Colour TV set | 99.2 | 132.9 | 165.0 | 8.6 | 0.8 | 0.5 |
| Computer | 5.4 | 59.3 | 101.5 | 30.2 | 19.2 | 11.1 |
| Hi-fi stereo component | n.a. | 27.4 | 47.3 | n.a. | 1.5 | 2.0 |
| Microwave oven | n.a. | 54.6 | 83.3 | n.a. | 9.9 | 3.5 |
| Mobile telephone | 96.1 | 172.0 | 210.7 | 38.4 | 18.3 | 8.6 |
| Motorcycle | 52.5 | 21.4 | 17.1 | 11.0 | -0.6 | -10.0 |
| Refrigerator | 30.2 | 93.6 | 104.7 | 12.6 | 1.2 | 0.2 |
| Telephone | 67.0 | 82.0 | 94.1 | 8.6 | -2.2 | -1.6 |
| Video camera | n.a. | 7.1 | 21.9 | n.a. | 24.4 | 20.8 |
| Washing machine | 49.1 | 94.7 | 101.8 | 7.5 | 0.8 | 0.0 |
| Dishwasher | n.a. | n.a. | 2.1 | n.a. | 9.8 | 6.5 |
| | Level | | | Real annual growth, local currency | | |
| Income per household (\$, market exchange rate) | 2 750 | 6 609 | 18 317 | 7.1 | 8.7 | 10.7 |
| Income per household (PPP) | 5 636 | 11 013 | 30 522 | n.a. | n.a. | n.a. |
| Consumption per household (\$, market exchange rate) | 2 115 | 4 709 | 11 332 | 7.7 | 7.0 | 8.8 |
| Consumption per household (PPP) | 4 334 | 7 846 | 18 882 | n.a. | n.a. | n.a. |
| Saving rate | 23.1 | 28.8 | 38.1 | n.a. | n.a. | n.a. |

Fonte: China Statistical Yearbook, World Development Indicators

1.2 Nelle zone rurali, gli standard di vita sono molto più bassi

I redditi delle famiglie sono solo il 60% di quelli nelle aree urbane, consentendo differenze nei livelli di prezzo. Inoltre, la dimensione media delle famiglie è

maggiore nelle zone rurali, questo implica ancora un più basso reddito pro-capite. Ciò nonostante, vi è un'ampia diffusione di una serie di beni durevoli di consumo di base, in particolare quelli legati alla comunicazione, tra cui moto, telefoni cellulari e televisori. La povertà è crollata di due terzi nei quattro anni fino al 2007, arrivando al 4% della popolazione, misurata in base al consumo utilizzando la linea di basso reddito ufficiale o la linea di povertà di World Bank (World Bank, 2009). La percentuale della popolazione in povertà sarebbe ancora più bassa se misurata in base al reddito, infatti, i più poveri gruppi rurali risparmiano una parte considerevole del loro reddito. In effetti, date le differenze di povertà del passato tra le misure di reddito e di consumo, il numero di persone al di sotto del limite di povertà per quanto riguarda il reddito potrebbe essere diminuito a meno di 30 milioni di euro, in calo rispetto ai 99 milioni del 2001. Inoltre, numerose disparità rimangono in tutto il paese, sia tra le regioni e sia tra le aree rurali e urbane. La fornitura di beni pubblici è aumentata notevolmente nel corso dello stesso periodo. La densità autostradale è più che raddoppiata, l'accesso all'acqua di rubinetto nelle aree urbane è diventata quasi universale (nel 2000, un terzo delle famiglie urbane ancora non aveva avuto accesso) e quasi i due terzi delle acque reflue viene trattato prima dello smaltimento. L'accesso alla rete del gas è ampliata notevolmente, in modo che solo un ottavo della popolazione urbana non ha accesso a questa forma di energia. Ciò dovrebbe contribuire a ridurre l'uso del carbone per il riscaldamento domestico, una delle principali fonti di inquinamento atmosferico, e le emissioni di CO₂. A fronte di questi miglioramenti, mentre l'uso di impianti di desolforazione nelle centrali elettriche a carbone è salita al 66% di piante nel 2008, ad appena il 3% nel 2000, la rapida crescita del consumo di carbone ha mantenuto alte le emissioni di anidride solforosa e una sostenuta crescita delle emissioni di gas a effetto serra.

1.3 Migliorare l'efficienza energetica per ridurre l'inquinamento

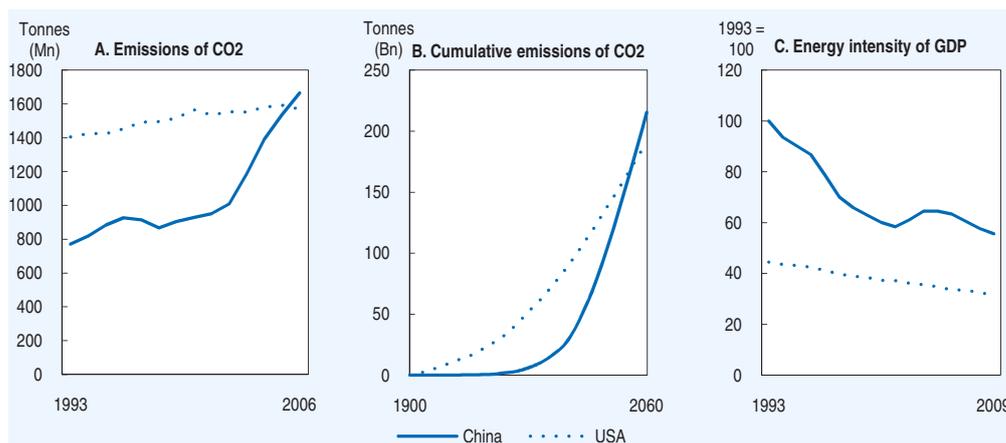
Oltre ad offrire sostanziali miglioramenti del tenore di vita, la rapida crescita economica ha portato a notevoli pressioni ambientali, in particolare sotto forma di inquinamento dell'aria e dell'acqua (Vennemo et al., 2009). Le stime indicano che

la Cina è diventata la più grande emettitrice di gas serra. Le concentrazioni nell'aria dei particolari gas tossici, i tipi più dannosi dell'inquinamento atmosferico per la salute umana, sono alti in quasi tutte le città cinesi. Recentemente, le acque di oltre la metà di tutti i fiumi e laghi d'acqua dolce sono stati considerati dalle autorità adatte solo per l'irrigazione o per scopi industriali.

Sforzi del governo per ridurre l'inquinamento si sono concentrati sul risparmio energetico e l'efficienza (Zhou et al, 2009; Wang e Chen, 2010). A seguito di un forte aumento dell'intensità energetica della produzione dopo il 2002, il governo ha annunciato l'obiettivo di ridurre l'intensità energetica del 20% tra il 2005 e il 2010, nell'ambito del 11 ° piano. Per raggiungere questo obiettivo, sono state adottate una serie di politiche e iniziative, molte dirette al settore industriale, che è una delle principali fonti di inquinamento atmosferico.

Un obiettivo della strategia si concentra sul miglioramento del monitoraggio del consumo di energia industriale e la diffusione delle informazioni riguardanti l'utilizzo di prodotti a risparmio energetico e le relative tecniche. Obiettivi specifici sono stati fissati per la chiusura degli impianti inefficienti e obsoleti nelle industrie ad alta intensità energetica, tra cui quelle che riguardano la produzione di acciaio e di energia elettrica, e sono stati stanziati finanziamenti per aggiornare e rinnovare le infrastrutture industriali, quali caldaie a carbone. È stato rivisto il regime fiscale sul reddito di impresa introdotto nel 2008 per concedere un trattamento preferenziale per gli investimenti nel risparmio energetico e per progetti eco-compatibili. Un nuovo standard energetico di etichettatura è stato adottato anche per i beni di consumo durevoli e sono state introdotte norme più severe sulle emissioni dei veicoli (Zhou et al., 2009).

Figura 1.1. Emissioni di CO2 e intensità energetica



Fonte: CEIC Database, NBS, CDIAC, IEA e OECD

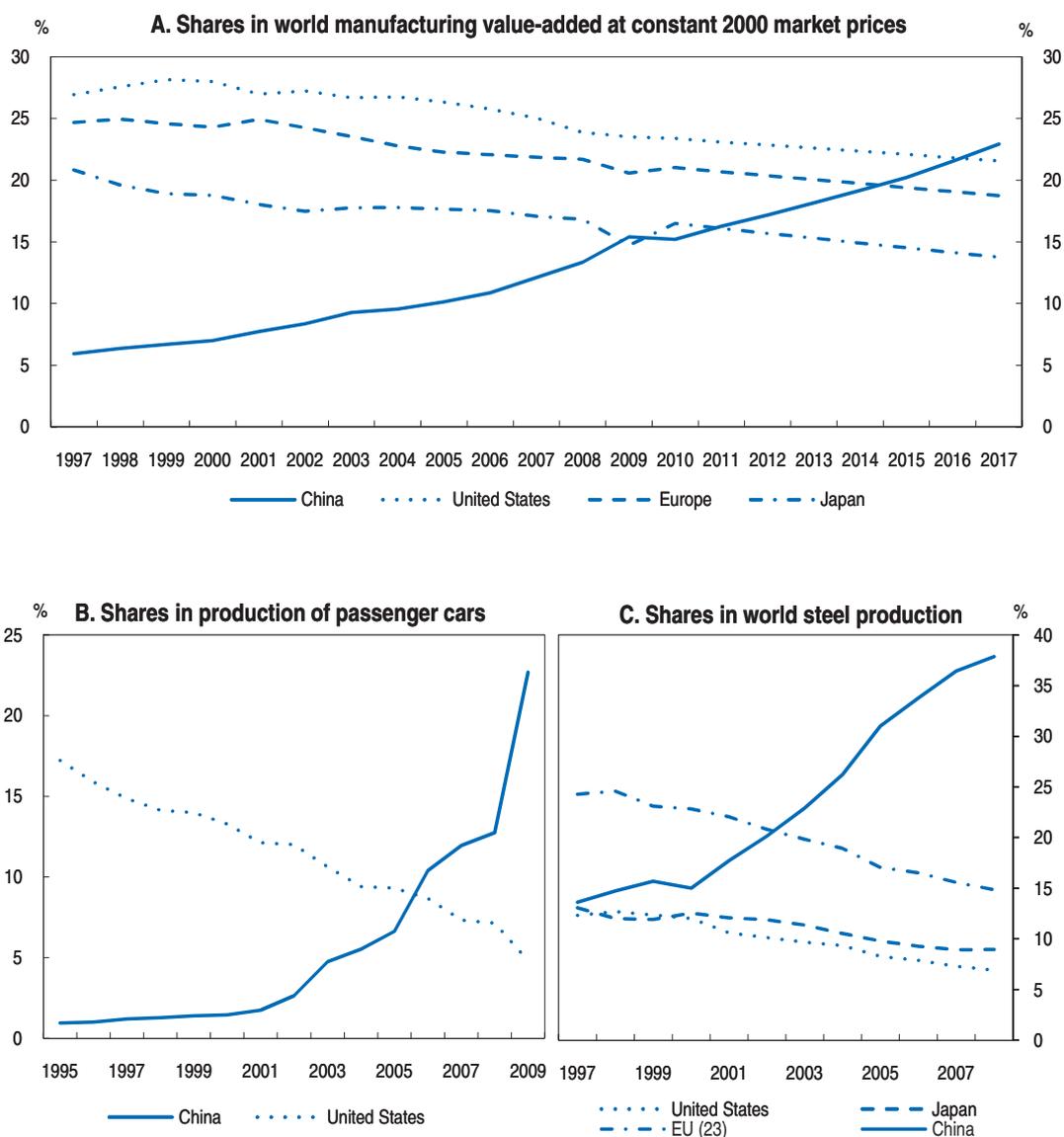
Nel novembre 2009, il governo ha annunciato che avrebbe lo scopo di ridurre le emissioni di anidride carbonica per unità di PIL entro il 2020 dal 40 al 45% rispetto al 2005. Verrà fatto un grande sforzo per aumentare la quota di energie rinnovabile e nucleare nell'approvvigionamento energetico totale dall'8% del 2008 al 20% entro il 2020. Dato un tale aumento di combustibili non fossili e la riduzione dell'intensità delle emissioni conseguibile tra il 2005 e il 2010, il governo dovrebbe essere in grado di raggiungere il suo obiettivo di riduzione delle emissioni con un calo dell'intensità energetica del 2% l'anno tra il 2010 e il 2020, la metà del tasso previsto tra il 2005 e il 2010. Il governo prevede inoltre di ridurre le emissioni di anidride carbonica e di aumentare i pozzi di petrolio, ampliando la copertura forestale da 40 milioni di ettari entro il 2020 rispetto al 2005. Un certo numero di riforme potrebbero essere adottate per contribuire a raggiungere gli obiettivi del Governo di ridurre ulteriormente gli obiettivi di intensità di petrolio e di energia. Sono state attuate alcune riforme per allineare meglio i prezzi dell'energia nazionale e internazionale, in particolare per il carbone e il petrolio. Tuttavia, i prezzi dell'energia elettrica continuano ad essere fortemente regolamentati e rimangono ben al di sotto dei costi di generazione, fornendo in tal modo poveri segnali agli utenti finali. Più in generale, potrebbero essere introdotti nuovi strumenti politici basati sul mercato come le tasse sul petrolio o sistemi cap-and-trade (sistemi di incentivo alla riduzione tramite permessi di emissione negoziabili). Tali strumenti offrono flessibilità nella realizzazione degli obiettivi, e sono suscettibili di essere di gran lunga più

convenienti rispetto alle restrizioni amministrative e di fornire incentivi per l'innovazione (Herd et al, 2004; Cao et al, 2009).

1.4 Com'è cresciuta l'importanza della Cina nell'economia mondiale

La rapida crescita economica ha portato ad un forte aumento della quota di produzione mondiale della Cina. Le differenze nei livelli dei prezzi tra i vari paesi fanno raffronti internazionali del valore della difficoltà di produzione. Infatti, a causa delle revisioni di parità di potere d'acquisto effettuate nel 2007, la quota della Cina del PIL mondiale nel 2005 è stato rivisto al ribasso dal 40% al 9,7% a causa di una sottostima del livello dei prezzi in Cina - come prospettato nella prima OECD Economic Indagine. Tuttavia, le ultime stime indicano che era salito al 11,3% della produzione mondiale entro il 2008. Sulla base dei prezzi correnti di mercato e sui tassi di cambio, la quota della Cina nel PIL mondiale è molto più bassa, al 7,2% nel 2008. La maggior parte della differenza tra queste due misure riflette i prezzi più bassi in Cina per i beni non commerciabili, in particolare dei servizi o dei beni con un alta componente di servizi. Il settore manifatturiero cinese è fortemente integrato nei mercati mondiali: tra il 30% e il 40% del suo valore aggiunto è esportato e gran parte del resto è altamente sostituibile con i beni esteri. Quindi, per questo settore, i prezzi di mercato possono essere utilizzati nei confronti internazionali (la diminuzione dei prezzi dei prodotti cinesi viene quindi presa come un segnale di qualità inferiore). La Cina è stimata rappresentare circa il 15% del valore aggiunto del mondo nel settore manifatturiero, simile al Giappone e di oltre il 50% superiore alla sua quota del PIL (Parity of Power Purchase) (Figura 1.2). Dato il ritmo di espansione dell'economia la Cina potrebbe anche superare gli Stati Uniti entro i prossimi 5-7 anni per diventare il principale produttore mondiale di manufatti. In effetti, per alcuni settori, la Cina è già il principale produttore. Per l'acciaio, essa ha superato gli Stati Uniti circa dieci anni fa e in Europa sette anni fa. Per le autovetture (esclusi i veicoli commerciali leggeri), Cina ha superato gli Stati Uniti nel 2006 e ora rappresenta il 20 e il 25% della produzione mondiale.

Figura 1.2. Azioni sulla produzione manifatturiera mondiale



Fonte: World Development Indicators; International Organization of Motor Vehicle Manufacturers; World Steel Association; OECD estimates for 2009 and later.

1.5 La crescita è stata guidata da investimenti e da una riallocazione settoriale

La performance di crescita eccezionale della Cina nel corso dei cinque anni precedenti al 2008 riflette principalmente una continua e rapida espansione del

capitale sociale, che si stima di aver inciso per la crescita 6 punti percentuali ogni anno in quest'ultimo periodo (Tabella 1.2). La crescita della forza lavoro è stata piuttosto contenuta, in parte a causa della politica del figlio unico. Questo lascia più di 4 punti percentuali all'anno, che non si spiega con l'accumulo di fattori. Anche se la parte di crescita non spiegata dal fattore di accumulo è variata in modo significativo nei quinquenni, la maggior parte di questa variazione è stata causata da fluttuazioni cicliche: la parte non spiegata della crescita è stata piuttosto stabile. Secondo gli standard delle economie avanzate, questo suggerirebbe una crescita estremamente vigorosa in efficienza. Tuttavia, nel caso della Cina, questo riflette principalmente la riallocazione del lavoro dall'agricoltura verso i servizi e di manifattura. Dopo il controllo per la ri-assegnazione, la restante crescita di efficienza (o produttività multifattoriale, MFP) è stimata aver rallentato. Uno dei motivi potrebbe essere che la produttività del settore statale è stata rallentata. In che misura MPF possa accelerare in futuro dipenderà da politiche di ricerca e sviluppo.

Tabella 1.2. Fattori che contribuiscono alla crescita della produzione: 1988-2008

| | 1988-93 | 1993-98 | 1998-2003 | 2003-08 | 2008 | Change from 1998-2003 to 2003-08 |
|----------------------|---------|---------|-----------|---------|------|----------------------------------|
| Percentage points | | | | | | |
| GDP growth | 9.0 | 10.2 | 8.7 | 10.8 | 9.0 | 2.1 |
| Capital contribution | 4.4 | 5.4 | 4.7 | 6.0 | 6.0 | 1.3 |
| Labour contribution | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | -0.1 |
| Residual factors | 3.6 | 4.0 | 3.2 | 4.1 | 2.6 | 0.9 |
| <i>of which:</i> | | | | | | |
| Sectoral shifts | 1.6 | 1.3 | -0.1 | 2.7 | 1.5 | 2.9 |

Fonte: OECD estimates.

1.6 Rafforzare la capacità di innovazione

Le risorse dedicate alla scienza e tecnologia in Cina si sono espanse rapidamente negli ultimi anni e si colloca oggi tra i paesi migliori in ricerca e sviluppo (R & S) e in numero di ricercatori. Tuttavia, l'intensità di ricerca e sviluppo in Cina è ancora indietro rispetto ai paesi dell'OCSE, con la spesa lorda di pari a circa l'1,5% del PIL

nel 2007, rispetto ad una media OCSE del 2,2%. Se misurata in termini di spesa da parte dell'industria, l'intensità di R & S in Cina è ancora più bassa rispetto ai paesi dell'OCSE, in particolare in settori ad alta tecnologia (Tabella 1.3). Questo vale anche per le industrie di esportazione di alta tecnologia, che mancano di una grande base di R&S in Cina e continuano ad affidarsi pesantemente sulla tecnologia di fonte estera. Per questo segmento, la quota di valore aggiunto dedicata alla R&S è stato solo un decimo di quello degli Stati Uniti nel 2005. Infatti l'intensità di R&S delle imprese ad alta tecnologia cinese è inferiore a quella delle imprese a media tecnologia nei paesi OCSE.

Diventerà sempre più importante in Cina migliorare la capacità di innovazione e di performance per sostenere la crescita nel lungo termine dato che i livelli di produttività si avvicinano a quelli dei paesi OCSE e la crescita diventa sempre più dipendente da miglioramenti nella tecnologia. Oltre alle risorse in espansione destinate alla R&S una sfida chiave sarà quella di migliorare la produttività del settore dell'innovazione (OCSE, 2008). Mentre la produzione di R & S è aumentata, in particolare sulle misure quali pubblicazioni scientifiche e domande di brevetto, la forte crescita degli input di R & S non sembra aver portato ad un aumento proporzionale in uscita. Inoltre, la natura di R & S nelle industrie high-tech cinesi è diversa dalle loro controparti straniere e almeno alcune misure di produzione sono probabilmente per sovrastimare la reale portata dell'innovazione. Per esempio le registrazioni di brevetti in Cina sono salite alle stelle negli ultimi anni e tendono a concentrarsi sui cambiamenti incrementali per la tecnologia di produzione, piuttosto che sull'innovazione fondamentale (Puga e Trefler, 2010). Come sostenuto in un recente Innovation Policy Review of China (OECD, 2008), le riforme in questo settore dovrebbero concentrarsi sul miglioramento del quadro per l'innovazione. Ciò richiederà il rafforzamento del sistema dei diritti di proprietà intellettuale, in modo da fornire maggiori incentivi finanziari per gli innovatori nazionali e rafforzare la fiducia degli innovatori stranieri che vi investono ed esportano verso la Cina. Anche se il sistema dei brevetti in Cina è ora in linea con le norme e le convenzioni internazionali, la violazione dei diritti di proprietà intellettuale resta un problema. Ciò suggerisce che il miglioramento della capacità di applicazione, che rimane relativamente debole, dovrebbe essere una

priorità. Sono necessarie istituzioni moderne e altri meccanismi per garantire che i finanziamenti pubblici e le altre risorse siano allocate in modo più efficiente e sono necessari maggiori sforzi per coltivare una scienza di alta qualità e una tecnologia di base di risorse di capitale umano. Inoltre, molte delle riforme più generali descritte in questa indagine sosterranno inoltre una più forte performance di innovazione. In particolare, l'ulteriore liberalizzazione del settore finanziario contribuirà a migliorare l'accesso degli innovatori alla finanza, oltre a concentrarsi per rafforzare la concorrenza sul mercato che fornirà un maggiore impulso per le imprese ad innovare.

Tabella 1.3. L'intensità di R & S delle società cinesi per livello di tecnologia.

| | OECD | United States | Japan | Europe | China | |
|--------------------------------------|------|---------------|-------|--------|-------|------|
| | 2005 | | | | 2005 | 2007 |
| Per cent share of value added | | | | | | |
| High-tech companies | 30.2 | 38.3 | 29.2 | 24.3 | 3.9 | 5.0 |
| Medium-tech companies | 10.1 | 10.3 | 14.6 | 8.4 | 2.7 | 2.7 |
| Low-tech companies | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.7 | 0.8 |

Fonte: OECD, *STAN R&D Database* and *National Bureau of Statistics Microdatabase*

1.7 Rendere più efficiente l'uso del capitale fisico

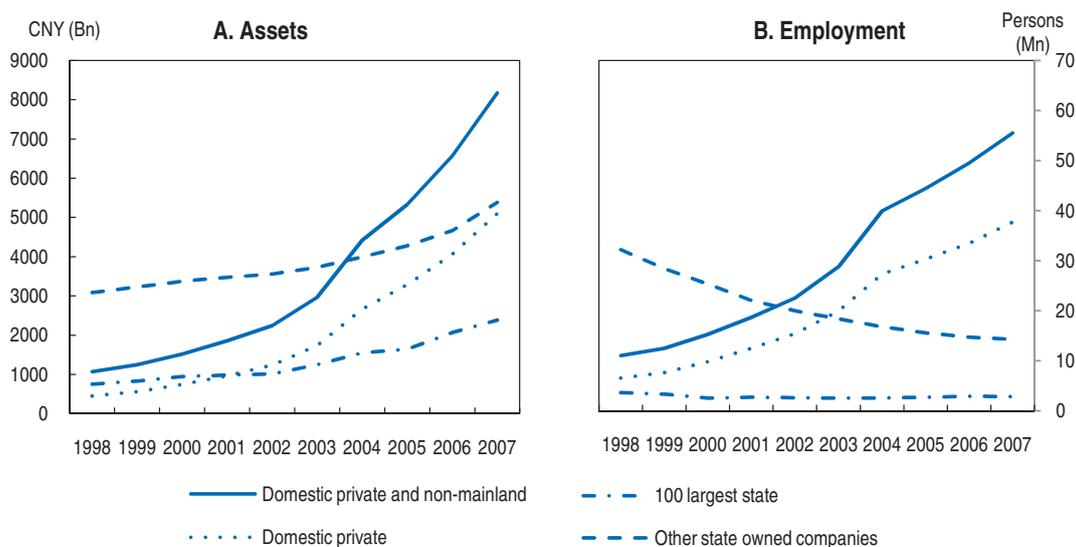
Gli investimenti fissi lordi sono cresciuti a dismisura nel corso dei cinque anni al 2008, aumentando cumulativamente di quasi il 90%, secondo le stime dell'OCSE. Ciò corrisponde a un aumento annuale dello stock di capitale in media quasi il 12%. Durante questo periodo, il tasso di remunerazione del capitale, nella parte più commerciale dell'economia (esclusa l'edilizia abitativa e la pubblica amministrazione) si stima sia rimasta stabile intorno al 12%. Nel settore industriale, i tassi di rendimento delle attività fisiche - valutati al costo storico e al lordo di interessi, dividendi e tassazione delle imprese - sono aumentati, in contrasto con l'economia nel suo complesso. Di particolare nota è l'aumento del tasso di rendimento per le aziende private nel settore industriale, per oltre il 20%. Tra le imprese statali (SOE), la redditività varia notevolmente. Per le 100 più grandi aziende di Stato, i tassi di rendimento delle attività sono stati elevati, in media quasi il 25% nel 2007. Tali rendimenti elevati si verificano in quanto sono

prevalentemente impegnate nelle industrie di estrazione di risorse o sono in settori, come la lavorazione del tabacco, in cui è proibito l'accesso. Per l'assenza di tassazione delle risorse o dei canoni di canalizzazione della rendita per lo Stato, le aziende di Stato in questi due segmenti più circoscritti hanno raggiunto un tasso del 39% di rendimento nel 2007. In altri settori, invece, le aziende di Stato raggiungono tassi poveri di ritorno. Hanno a malapena il pareggio nella raffinazione del petrolio e hanno bassi rendimenti di energia elettrica e di acqua a causa della regolamentazione dei prezzi. Tali controlli chiudono efficacemente questi settori alla concorrenza.

La terza categoria di aziende di Stato, che comprende circa 15 000 aziende più piccole nel 2007, tende a mostrare bassi tassi di rendimento rispetto al settore privato.

Gli alti tassi di rendimento raggiunti da aziende private hanno permesso loro di crescere rapidamente, portando un notevole aumento di efficienza economica. Entro il 2007, il patrimonio delle società del settore privato avevano quasi raggiunto il livello del settore statale escludendo le 100 maggiori società (Figura 1.3). Una volta che il patrimonio delle società di proprietà di aziende non-continentali viene aggiunto a quelli delle imprese private, il settore privato ha comunque una base patrimoniale più grande del settore totale a controllo statale - un rovesciamento sorprendente rispetto al 2003. La politica del governo è stata quella di consolidare le aziende di Stato per creare società di classe mondiale. Nell'industria, le 100 più grandi aziende di Stato rappresentano poco più di un terzo del patrimonio totale del settore statale. Eppure, nel 2007, hanno generato meno del 5% del totale delle esportazioni, 85% dei quali sono state rappresentate da società private a controllo estero e nazionale, una quota che è rimasta stabile dal 2004.

Figura 1.3. Assets fisici e occupazione nell'industria privata



Fonte: National Bureau of Statistics Industrial Microdatabase.

Il cambiamento di occupazione nel settore è stato maggiore rispetto al cambiamento di beni. Le 100 più grandi aziende di Stato forniscono poca occupazione rispetto al loro uso dei beni, ma il numero di lavoratori ivi occupati è rimasto stabile. Al contrario, l'occupazione nel resto del settore statale è diminuita. Un fattore importante che ha consentito alle aziende private di espandere l'occupazione rapidamente è stato la loro capacità di finanziare l'espansione internamente.

La distribuzione dei tassi di rendimento tra i diversi settori dell'economia pone domande sulla concorrenza. In un mercato competitivo, i tassi di rendimento devono essere simili in tutti i settori. In Cina, le attività del settore privato e l'occupazione sono aumentate costantemente, ma i tassi lordi di rendimento delle società private hanno più che quadruplicato il costo del denaro da parte delle banche. Questo suggerisce che, nonostante la prestazione stellare del settore privato, le barriere hanno impedito di crescere ancora più velocemente. La persistenza di questi tassi di rendimento straordinari dirigono anche verso le inefficienze dei mercati finanziari. La regolamentazione dei prezzi dell'energia comporta costi ambientali e fiscali sulla società. Il rendimento in eccesso sul

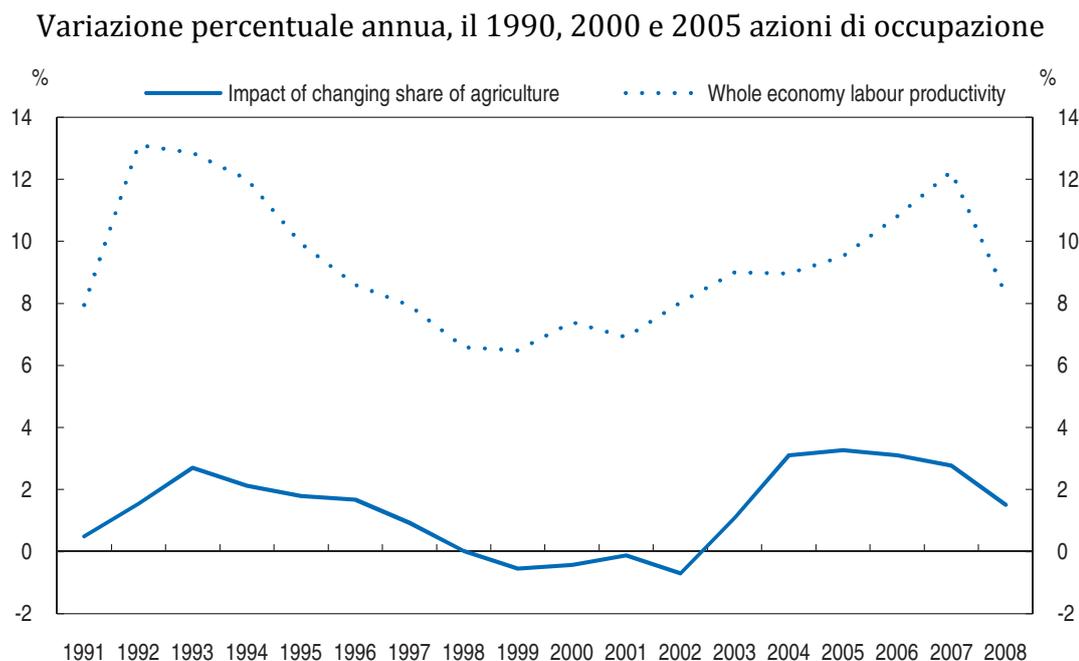
capitale delle industrie estrattive è pari a quasi il 0,6% del PIL, circa tre quarti del costo del programma sanitario annunciato nel mese di aprile 2009.

Il basso tasso di rendimento nella lavorazione del petrolio e dell'energia elettrica rappresenta un sussidio per i consumatori intermedi e finali. Ulteriori contributi possono verificarsi nel settore della distribuzione al dettaglio dell'industria. Le differenze tra i prezzi interni e mondiali agiscono anche come una barriera d'ingresso nella distribuzione di petrolio da rivenditori indipendenti i quali hanno difficoltà a competere con i punti vendita di aziende di proprietà dello Stato.

1.8 Mobilitare e coltivare il capitale umano

Dal 2003, la riallocazione delle risorse dal settore agricolo ha contribuito notevolmente a sostenere la crescita economica. Durante questo periodo il numero assoluto di persone la cui attività principale è l'agricoltura ha cominciato a scendere per la prima volta, anche se i dati del 2008 indicano che poco meno del 40% della forza lavoro è ancora impiegata in agricoltura. A livello familiare il prodotto marginale di un lavoratore aggiuntivo in agricoltura è basso. Questo si riflette anche nella produttività media del settore, che è sei volte inferiore rispetto al resto dell'economia. Questo grande differenziale di produttività tra i settori ha fatto sì che il calo della quota di occupazione del settore agricolo ha fornito un notevole contributo alla crescita della produttività aggregata. Il contributo di questo cambiamento può essere valutato confrontando la produttività effettiva con la produttività che si sarebbe ottenuta se l'occupazione fosse rimasta invariata (Figura 1.4). L'entità di questo contributo è variato negli ultimi dieci anni, e in effetti è stato negativo durante il periodo iniziale di ridimensionamento statale. Tuttavia, nel corso degli ultimi cinque anni, il contributo è stato ancora più grande di quello osservato in precedenza nel processo di liberalizzazione.

Figura 1.4. Impatto del cambiamento azionario occupazionale sulla crescita della produttività



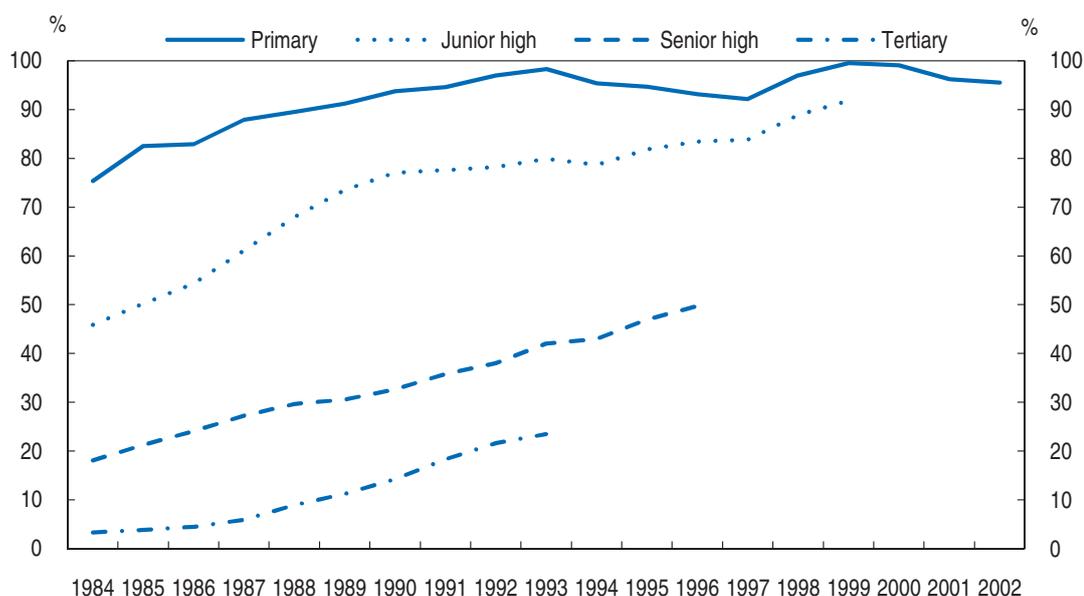
Fonte: OECD estimates, data from China Statistical Yearbook and CEIC.

Lo spostamento dei lavoratori dalle aree rurali a quelle urbane aiuta anche a migliorare la produttività. Tuttavia, grossi problemi continuano ad ostacolare la migrazione interna. Ciò è dovuto al sistema di registrazione delle famiglie (hukou): mentre permette la cosiddetta mobilità temporanea, essa fornisce più benefici sociali ed educativi per la zona in cui la persona è registrata, invece di dove vive. Le prestazioni mediche, in particolare, sono spesso legate alla zona della registrazione, mentre le pensioni sono raramente portatili. Quindi, le persone che si spostano da una città all'altra di solito perdono il diritto a numerosi vantaggi. Il prezzo dei migranti da rurali ad urbani è inferiore, in quanto generalmente non hanno alcun contratto di lavoro, non sono affiliati al sistema di sicurezza sociale e non sono pagati con il salario orario minimo. Infine, i residenti rurali non hanno gli stessi diritti di proprietà dei residenti urbani e possono perdere il diritto di utilizzare la propria terra se si spostano. Lo spostamento della popolazione è essenziale per l'urbanizzazione dato che la crescita naturale esistente delle aree urbane è molto limitata a causa della politica del figlio unico.

Negli ultimi anni, il sistema di istruzione è cresciuto rapidamente, e permetterà di

migliorare la produttività nel lungo periodo. I governi locali sono stati spinti a garantire che tutti i bambini completino la scuola primaria. Inoltre, gli sforzi sono stati concentrati per garantire che entro l'età di 15 anni, tutti i bambini abbiano avuto nove anni di istruzione elementare e scuola media. Nel 2008, le tasse scolastiche erano state abolite in tutto il paese per questo livello di scolarizzazione e i libri di testo vennero forniti gratuitamente nell'Ovest. Il risultato è stato che da quell'anno, il 90% di quei bambini che erano entrati scuola elementare, nel 1999 si è laureato con nove anni di istruzione. Inoltre, nei primi anni 2000, le università hanno compiuto investimenti significativi di più del triplo rispetto al numero di nuovi operatori in istruzione terziaria. Anche se gran parte del costo della formazione universitaria è eseguita attraverso tasse a carico degli studenti, il numero di nuovi operatori è aumentato del 60% nei cinque anni al 2008. A quel punto, oltre il 23% dei bambini che erano entrati a scuola nel 1983 si è laureato presso l'istruzione terziaria. Una delle ragioni principali della crescita delle disuguaglianze nel mercato del lavoro è l'aumento dei rendimenti dell'istruzione nelle economie avanzate. Ciò sottolinea l'importanza di migliorare la quantità e la qualità dell'istruzione nelle zone rurali per ridurre le differenze di reddito rurale-urbano.

Figura 1.5 Livello di istruzione per anno di iscrizione alla scuola primaria



Fonte: China Statistical Yearbook and China Data Online

1.9 La crisi globale

L'inizio della crisi

La crescita economica nel corso dei cinque anni precedenti al 2008 non è stata uniforme. Una rapida espansione nel 2006-07 ha portato al surriscaldamento, con l'impennata dell'inflazione che è stata aggravata da interruzioni temporanee in alcune forniture alimentari. Durante questo periodo la struttura della domanda è diventata particolarmente sbilanciata. La domanda mondiale è stata vivace, portando ad un ampliamento del surplus delle partite correnti. Inoltre, la quota di produzione destinata agli investimenti è aumentata notevolmente. Tutto l'aumento degli investimenti è venuto dal settore delle imprese. Sia nel settore pubblico che nelle famiglie, il risparmio è cresciuto molto più velocemente degli investimenti - forse in risposta alla rapida crescita dei redditi. Come risultato, la controparte principale all'aumento dell'avanzo di conto corrente è stato l'incremento del risparmio domestico e del risparmio pubblico. In termini di livello di risparmio, tutti e tre i settori istituzionali hanno le tendenze al risparmio ben superiori a quelli della zona OCSE. In particolare, il risparmio delle famiglie è stato di 12 punti percentuali del PIL più alto in Cina che nell'area OCSE nel periodo 1992-2002 (Tabella 1.6), ma in questo periodo la media dell'avanzo di conto corrente è di solo il 1,4% del PIL.

Tabella 1.4 Gli sviluppi macroeconomici e le prospettive

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Real GDP growth | 10.0 | 10.1 | 10.4 | 11.6 | 13.0 | 9.0 | 8.3 | 10.2 | 9.3 |
| Inflation | 1.2 | 3.9 | 1.8 | 1.5 | 4.8 | 5.9 | -1.1 | 1.8 | 2.0 |
| Fiscal balance (% of GDP) | -1.2 | -0.4 | -0.2 | 0.5 | 2.0 | 1.1 | -1.8 | -0.9 | -0.3 |
| Current account balance (\$ billion) | 46 | 69 | 161 | 253 | 372 | 426 | 321 | 282 | 302 |
| Current account balance (% of GDP) | 2.8 | 3.6 | 7.2 | 9.5 | 11.0 | 9.8 | 6.4 | 5.4 | 5.9 |

Note: L'inflazione è misurata dall'indice dei prezzi al consumo.

Fonte: National Bureau of Statistics and OECD projections

Tabella 1.5 Risparmio, investimenti e saldo del conto corrente

| | 1993-97 | 1998-2002 | 2003-07 | 2002 | 2007 | 2008 |
|--|-------------------------------|-----------|---------|------|-------|------|
| | Per cent of GDP (expenditure) | | | | | |
| Gross capital formation | 36.1 | 36.0 | 42.3 | 37.9 | 42.2 | 43.5 |
| Households | 7.6 | 7.7 | 8.4 | 8.9 | 7.3 | |
| Enterprises | 25.3 | 25.1 | 29.1 | 25.5 | 30.4 | |
| Financial institutions | 0.2 | 0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.0 | |
| Government | 3.0 | 3.0 | 4.8 | 3.3 | 4.4 | |
| Gross domestic saving | 37.0 | 37.3 | 46.9 | 40.3 | 50.7 | 50.9 |
| Households | 19.6 | 18.6 | 20.0 | 17.2 | 21.7 | |
| Enterprises | 13.4 | 14.7 | 18.5 | 16.8 | 17.3 | |
| Financial institutions | 0.7 | 0.6 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | |
| Government | 3.2 | 3.3 | 7.4 | 5.1 | 10.6 | |
| Saving-investment balance | 0.9 | 1.3 | 4.6 | 2.4 | 8.5 | 7.4 |
| Households | 12.0 | 10.9 | 11.6 | 8.3 | 14.4 | |
| Enterprises | -11.9 | -10.4 | -10.6 | -8.7 | -13.1 | |
| Financial institutions | 0.5 | 0.5 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | |
| Government | 0.3 | 0.3 | 2.6 | 1.7 | 6.2 | |
| Difference between income and expenditure measure of GDP | 1.8 | 0.8 | 2.1 | 0.0 | 2.2 | 2.0 |
| Rest of world | -2.6 | -1.9 | -6.7 | -2.4 | -10.8 | -9.6 |

Fonte: China Statistical Yearbook, CEIC, ChinaDataOnline

Tabella 1.6. Saldi del risparmio settoriale in Cina e nell'area OCSE

| | | Government | Households | Corporations |
|---------------------------------|-----------|------------|------------|--------------|
| | | % of GDP | | |
| China | 1992-2002 | 3.6 | 18.9 | 13.6 |
| China | 2003-2007 | 7.4 | 20.0 | 19.6 |
| OECD countries (simple average) | 2003-2008 | 2.8 | 6.7 | 13.7 |
| China change from 2003 to 2007 | | 3.7 | 3.5 | 0.1 |

Fonte: National Bureau of Statistics, OECD, United States Bureau of Economic Analysis

Il surriscaldamento evidente nel 2007, ha portato la Banca popolare della Cina ad aumentare le aliquote di riserva, e, dato che l'inflazione era aumentata, anche i tassi di interesse. In combinazione con il rallentamento globale in corso, questo ha portato l'economia a rallentare notevolmente nel corso del 2008. Entro il terzo trimestre del 2008, la crescita reale del PIL era diminuita ad un tasso stimato del 6,4% (su base trimestrale su trimestre annualizzato destagionalizzato). L'intensificarsi della crisi finanziaria globale in quel trimestre è stato accompagnato da un crollo del commercio mondiale delle esportazioni della Cina (Figura 1.6). Anche se la Cina è meno dipendente dalle esportazioni di quanto si possa supporre dalla quota delle esportazioni sul PIL (Box 1.4), l'entità della loro

caduta avvenne per una grande riduzione della crescita. (Cui et al. , 2009). Le importazioni sono diminuite notevolmente, anche perché una parte considerevole delle stesse serviva come input per le merci esportate.

1.10 Come la Cina dipende dalle esportazioni?

Nel 2008, le esportazioni hanno rappresentato circa un quarto della domanda finale in Cina, contro il 28% in Germania, 11% in India e solo l'8% negli Stati Uniti. Questo potrebbe suggerire che un grande calo delle esportazioni potrebbe impartire un duro colpo alla produzione e del valore aggiunto nel paese. Infatti l'analisi input-output convenzionale suggerisce che il valore aggiunto domestico rappresenta circa l'80% del valore delle esportazioni cinesi. Tuttavia, tale analisi non tiene conto del diverso carattere delle esportazioni di prodotti da società registrate in base alla legge di trasformazione estera e di altre società. Tali imprese sono in grado di importare le merci esenti da dazio, a condizione che siano successivamente esportate e non entrino nell'area di tariffa nazionale. La maggior parte di queste imprese sono di proprietà straniera e la loro produzione lorda ha un alto contenuto di importazione.

Un'analisi più approfondita da Koopman et al. (2008), la creazione di un settore di input-output specifico per le aziende impegnate nella trasformazione o il montaggio, ha suggerito che il valore aggiunto nazionale di prodotti legati alle tecnologie è davvero basso - che vanno tra il 4% per i computer e le apparecchiature collegate al 15% per impianti di telecomunicazione . Nel complesso, nel 2002, le esportazioni di lavorazione avevano un contenuto nazionale di appena il 18% contro l' 88% per le altre esportazioni. Dato che le imprese private nazionali hanno meno probabilità di essere coinvolte nel traffico di perfezionamento, la componente del totale del valore aggiunto delle loro esportazioni è alta, al 84% contro il solo 3% per le imprese di proprietà estera. Nel complesso, sulla base di questo approccio, il contenuto interno delle esportazioni può essere stimato intorno al 50%.

Il contenuto relativamente basso del valore aggiunto delle esportazioni implica che l'economia cinese è meno dipendente dalle esportazioni come gli indicatori della domanda suggerirebbero. Dato che le esportazioni di merci sono state pari al 33%

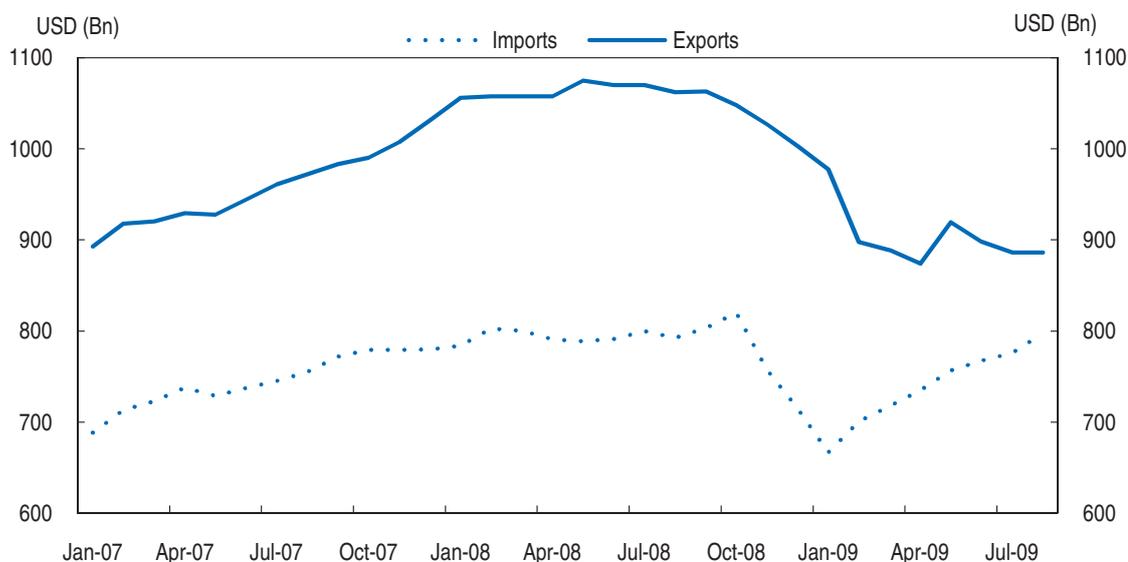
del PIL nel 2008, e che la quota di valore aggiunto di prodotti interni delle esportazioni di beni è stata del 49% secondo i calcoli di Koopman et al., la quota di valore aggiunto generato dalle esportazioni nel PIL era probabilmente solo circa il 16%. La dipendenza del prodotto nazionale lordo sulle esportazioni è ancora più bassa, dato che le imprese straniere hanno in genere un utile ante imposte eccedente la metà del valore aggiunto.

1.11 Risposta alla crisi

Dalla metà del 2008, il governo ha reagito rapidamente dato che la crisi economica mondiale ha causato alla politica una debolezza interna. In primo luogo, il progressivo apprezzamento del tasso di cambio nei confronti del dollaro si arrestò nel luglio 2008. In secondo luogo, la politica monetaria era stata allentata con una serie di tagli dei tassi di interesse e dei coefficienti di riserva, che hanno provocato una diminuzione del tasso di prestito bancario annuale della banca centrale-determinato al 5,3%. Ultimo e non meno importante, una serie di misure fiscali vennero annunciate (Tabella 1.7). Il più grande di questi era un piano di investimenti di due anni di CNY 4 trilioni (oltre 6 e mezzo per cento del PIL annuale in entrambi gli anni), che coinvolge tra gli altri un certo numero di grandi progetti infrastrutturali.

Figura 1.6 Evoluzione delle esportazioni e delle importazioni durante la recessione

Miliardi di USD annualizzati, media mobile a tre mesi, a 2000prezzi costanti



Fonte: CEIC

Lo stimolo totale da parte del governo nazionale supera la sua parte (CNY 1,8 trilioni) del piano di investimenti poichè un gran numero di altre misure di stimolo sono state introdotte variando da sovvenzioni al consumo, all'allineamento del regime IVA per le esportazioni con la prassi internazionale standard. Alcune delle misure si occupano del mercato immobiliare, dove, ad esempio, le disposizioni dei finanziamenti ipotecari della seconda proprietà di una famiglia sono state ridotte. Inoltre, le banche sono state incoraggiate a fissare il tasso di interesse sui mutui al 70% del tasso bancario per un anno di prestito. In tutto, le misure fiscali aggiuntive per il piano fiscale sarà probabilmente superare CNY 850 miliardi (2,8% del PIL) nel 2009. Nel dicembre 2009, il governo ha annunciato che queste misure sarebbero state prorogate fino al 2010, con l'eccezione di una riduzione delle imposte sulle abitazioni in cui si è ritenuto che il mercato fosse sufficientemente vivace senza ulteriori stimoli.

Allo stesso tempo, la politica monetaria è stata ulteriormente rallentata. Le quote di finanziamento informali sulle banche sono state abolite. La liquidità è stata aumentata abbassando il grado di sterilizzazione degli afflussi di capitali, in modo che i tassi di interesse interbancari scendano al di sotto del tasso di deposito

vincolato. Questo inizialmente ha prodotto un aumento di emissione di titoli di credito da operatori non bancari a chiudere a tassi interbancari, che erano stati acquistati dalle banche. Le società non finanziarie poi depositavano i proventi, effettuando l'arbitraggio sulla differenza tra il tasso di interesse di mercato e quello regolato. Con la normalizzazione della crescita del credito da luglio 2009, queste opportunità sono scomparse e i prestiti a breve termine hanno cominciato a lasciar spazio a quelli a più lungo termine. La maggior parte dei CNY 7 trilioni della crescita del credito tra novembre 2008 e giugno 2009 è andata a enti locali, autorità di proprietà per finanziare le infrastrutture (queste entità sono conosciute anche come società di sviluppo delle infrastrutture urbane o UIDCS). Tale prestito è stato all'origine di molti dei crediti inesigibili alla fine del 1990. Non esistono statistiche nazionali sulla dimensione di queste istituzioni, ma non sembra essere così gestito bene come le loro controparti in altri paesi (World Bank, 2007). In combinazione con il pacchetto di stimolo, il governo ha fatto una serie di annunci politici volti a rafforzare dieci settori prioritari: costruzione navale, petrolchimico, industria leggera, produzione di attrezzature, metalli non ferrosi, tessile, elettronica ed informatica, auto, ferro e acciaio e logistica. Questi includono misure di assistenza finanziaria, come ad esempio sconti su acquisti di veicoli commerciali leggeri per gli agricoltori e le riduzioni di imposte di vendita per i veicoli di piccole dimensioni. La maggior concentrazione è focalizzata nella ristrutturazione e nel miglioramento dell'efficienza (anche per quanto riguarda il consumo di energia) e l'innovazione, al fine di rafforzare la competitività delle aziende di Stato più grandi. Ciò comprende sforzi per affrontare sovrapproduzione in industrie pesanti, in particolare ferro e acciaio, metalli non ferrosi e cementizi. Tuttavia, le linee guida del governo centrale in tal senso non sono sempre effettivamente diffuse e applicate a livello sub-nazionale. Ad esempio, gli investimenti globali nel settore del cemento salirono nel primo semestre del 2009, anche se la capacità in eccesso è già considerevole e piccola, i produttori inefficienti non riescono a cessare l'attività.

1.12 Impatto sulla posizione fiscale

Il settore delle amministrazioni pubbliche è entrato in rallentamento con un avanzo di oltre il 5% del PIL nel 2007 (Tabella 1.8). Il motivo principale per l'aumento del surplus negli ultimi cinque anni è stata una politica di spesa molto conservatrice. La maggior parte del calo della spesa pubblica è dovuta ai consumi pubblici più bassi e dai trasferimenti in conto capitale in rapporto al PIL. La formazione del capitale e i trasferimenti sociali sono rimasti stabili. Come risultato, ci fu qualche ri-orientamento della spesa pubblica a fini sociali, in linea con le raccomandazioni dell'OCSE (OECD, 2005). L'aumento dell'avanzo delle amministrazioni riflette anche l'aumento del gettito fiscale, in particolare le ricevute dalle imprese e il sistema bancario, dato che l'esaurimento della fornitura di profitti delle banche si alzò in maniera sostanziale. I contributi sociali aumentarono, riflettendo l'ampliamento della copertura del sistema.

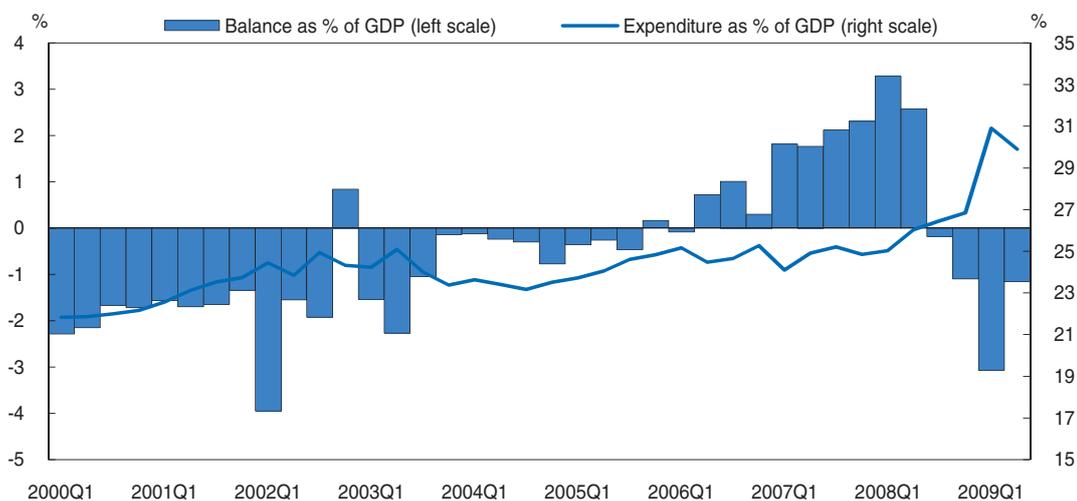
Tabella 1.8. Conto stanziamento amministrazioni pubbliche

| | 1993-97 | 1998-2002 | 2003-07 | 2002 | 2007 | Change 2002-07 | 2008 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|------------|
| Percentage points of GDP (expenditure) | | | | | | | |
| Indirect taxes net of subsidies | 14.6 | 16.5 | 16.3 | 17.2 | 17.3 | 0.2 | |
| Personal income taxes | 0.2 | 0.7 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.2 | |
| Corporate income taxes | 1.0 | 1.3 | 2.2 | 1.7 | 2.7 | 1.0 | |
| Financial companies income tax | 0.4 | 0.1 | 0.3 | 0.1 | 0.6 | 0.5 | |
| Social security | 1.5 | 2.6 | 3.8 | 3.4 | 4.1 | 0.7 | |
| Imputed depreciation | 1.9 | 1.6 | 1.8 | 2.1 | 1.8 | -0.3 | |
| Other current transfers | 0.6 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| Current income | 20.2 | 22.9 | 25.5 | 25.4 | 27.8 | 2.3 | |
| Net interest paid | 0.6 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | -0.1 | -0.4 | |
| Social security payments | 1.4 | 2.4 | 2.9 | 2.9 | 3.0 | 0.1 | |
| Welfare allowances | 0.9 | 1.1 | 0.9 | 1.3 | 0.9 | -0.4 | |
| Consumption | 14.0 | 15.5 | 14.1 | 15.9 | 13.4 | -2.5 | |
| Compensation employees | 5.9 | 6.7 | 6.6 | 7.3 | 6.1 | -1.2 | |
| Depreciation | 1.9 | 1.6 | 1.8 | 2.1 | 1.8 | -0.3 | |
| Procurement | 6.2 | 7.2 | 5.6 | 6.5 | 5.5 | -1.0 | |
| Current expenditure | 16.9 | 19.2 | 18.2 | 20.3 | 17.2 | -3.2 | |
| Saving | 3.4 | 3.7 | 7.4 | 5.1 | 10.6 | 5.5 | |
| Gross fixed capital formation | 2.6 | 3.1 | 4.8 | 3.3 | 4.4 | 1.1 | |
| Capital transfers | 2.6 | 2.9 | 1.7 | 3.0 | 1.0 | -2.1 | |
| Balance excluding land sales | -1.8 | -2.3 | 0.9 | -1.3 | 5.2 | 6.5 | |
| <i>Memorandum items:</i> | | | | | | | |
| Land sales | 0.0 | 0.0 | 1.5 | 0.0 | 3.5 | 3.5 | |
| General government balance | -1.8 | -2.3 | 2.4 | -1.3 | 8.7 | 10.0 | |
| Statistical discrepancy | -1.3 | -0.9 | 2.5 | 0.2 | 11.2 | 11.1 | |
| Fiscal balance from budgetary accounts | | | | | | | |
| Government | -0.9 | -2.1 | -1.0 | -2.6 | 0.6 | 3.2 | -0.4 |
| Social security | 0.2 | 0.2 | 0.9 | 0.5 | 1.1 | 0.6 | 1.3 |
| Off-budget accounts | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.5 | 0.3 | -0.2 | 0.3 |
| Total | -0.5 | -1.6 | 0.1 | -1.6 | 2.0 | 3.6 | 1.2 |

Fonte: China Statistical Yearbook and CEIC

Un fattore che complica l'analisi dei conti pubblici è la vendita dei diritti di utilizzazione del territorio - una delle principali fonti di entrate del governo locale. Le entrate associate dovrebbero essere condivise tra il governo locale e quello centrale, ma di solito sono tenuti fuori bilancio a livello locale. La parte del governo ammonta a 3,5% del PIL nel 2007, secondo i conti nazionali, con un ulteriore 1,5% maturati alle famiglie. Anche dopo il controllo per queste vendite, il saldo di bilancio mensile del governo tende ad essere circa il 3% del PIL inferiore al saldo delle amministrazioni pubbliche riportato nella contabilità nazionale, con un ritardo di due anni. Tra il terzo trimestre del 2008 e il secondo trimestre del 2009, la spesa pubblica è aumentata di quasi il 3 e mezzo per cento del PIL (Figura 1.7), un po' meno rispetto alle stime del costo del pacchetto riportati nella Tabella 1.6. Tuttavia, dal terzo trimestre del 2008, le entrate fiscali hanno iniziato a salire notevolmente, compensando circa i due terzi di impatto sul deficit. Inoltre, dato che le finanze pubbliche hanno iniziato da un forte surplus alla vigilia della crisi, il deficit fiscale rimane piccolo. Delle misure di stimolo che passano attraverso il bilancio dello Stato, solo un terzo rappresenta aumenti permanenti nella spesa, in particolare per le pensioni rurali e di una migliore copertura di assicurazione sanitaria e rimborsi di IVA sulle esportazioni. Questo suggerisce che la spesa pubblica potrebbe cadere gradualmente di circa il 4% del PIL, quando il piano di stimolo termina.

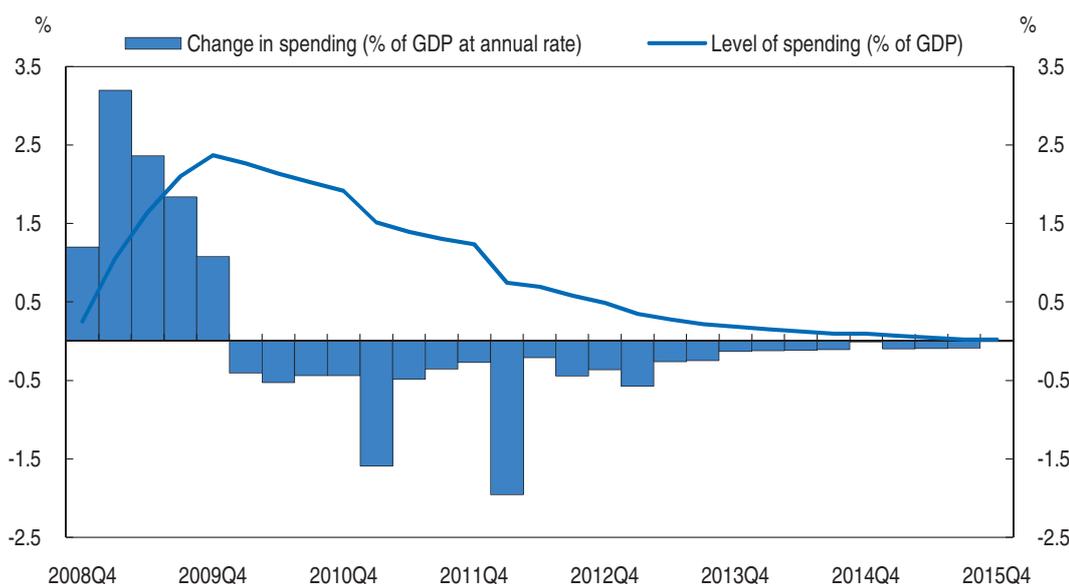
Figura 1.7. La spesa pubblica e deficit su base di bilancio



Fonte: Ministry of Finance, Ministry of Human Resources and Social Security, CEIC.

La spesa per le infrastrutture nel pacchetto di stimolo può durare ben oltre il 2011. Gli esborsi sotto la maggior parte dei 285 progetti annunciati dal dicembre 2008, per un valore complessivo di poco più di 2 mila miliardi di CNY, devono aver luogo fino al 2015. Se le erogazioni sono state distribuite in modo uniforme per tutta la durata di ogni progetto, la spesa avrebbe raggiunto il picco nei primi mesi del 2010 (Figura 1.8) o anche più tardi se i primi mesi di un progetto sono per lo più dedicati alla pianificazione e preparazione.

Figura 1.8. Piano di spesa trimestrale in infrastrutture



Note: Questo grafico si basa sui dati annunciati per l'avvio e il completamento di 285 progetti tra dicembre 2008 e ottobre 2009.

Fonte: Sun (2009)

1.13 Riequilibrio nel medio termine

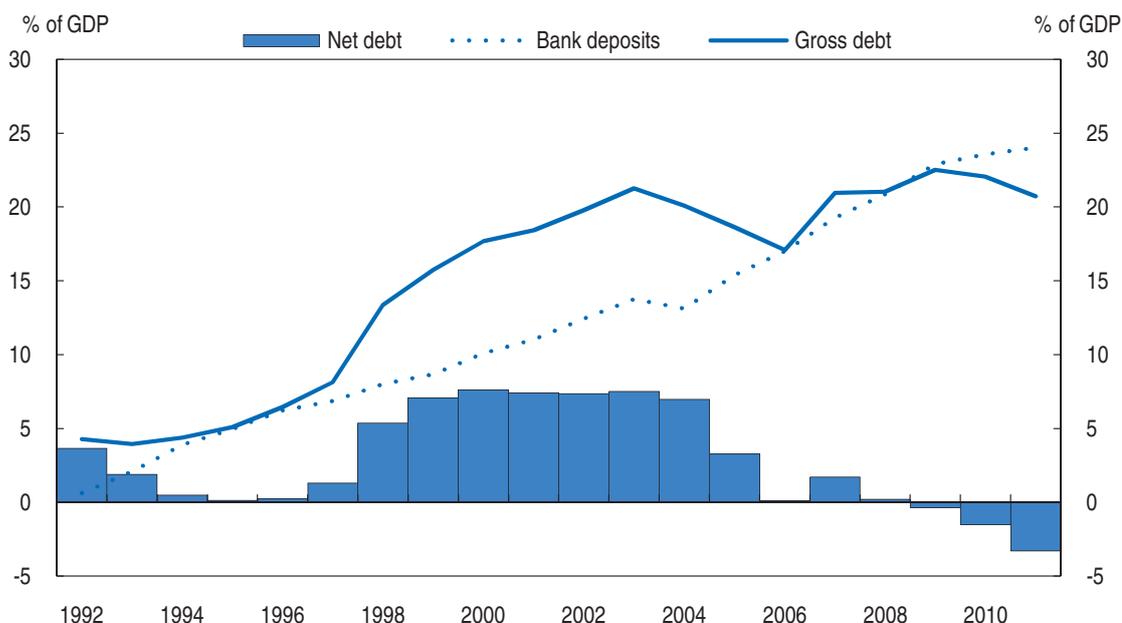
La prospettiva fiscale

La posizione sulla finanza pubblica della Cina è straordinariamente forte e può facilmente adattarsi ad un livello permanentemente più elevato di spesa pubblica. Inoltre, un marcato rallentamento della spesa pubblica, dopo la fine dei programmi di stimolo e di un ritorno all'avanzo di bilancio potrebbe portare a un rinnovato

ampliamento del surplus delle partite correnti. Il bilancio del governo non si deteriorerà notevolmente come conseguenza dello stimolo fiscale. Nel 2008, il debito pubblico lordo è pari a solo il 21% del PIL (Figura 1.9). Allo stesso tempo, le eccedenze del Fondo nazionale di previdenza sociale e dei numerosi fondi locali di sicurezza sociale, che sono in gran parte detenute come depositi bancari, erano dello stesso ordine di grandezza. Inoltre, il governo non porta il valore delle sue partecipazioni azionarie (incideva circa il 50% del PIL annuo a metà del 2009) in bilancio, né il valore del territorio urbano di sua proprietà. Nel 2009-10, i deficit a causa del piano di stimolo hanno aumentato il debito lordo di circa il 3% del PIL. Tuttavia, data la rapida crescita economica, l'indice del debito lordo era variato di poco.

Assumendo una velocità di crescita economica di circa il 10% annuo nel medio termine, l'attuale livello di spesa pubblica potrebbe essere mantenuto, con il governo che ancora raggiunge una posizione creditoria netta nel corso del tempo. Quindi, vi è ampio spazio fiscale di continuare a rafforzare la spesa pubblica in ambito sociale proprio mentre altri tipi di stimoli di spesa sono stati soppressi.

Figura 1.9. Attività e passività finanziarie del governo



Fonte: China Statistical Yearbook and OECD projections.

1.14 I consumi privati

I consumi privati non hanno giocato un ruolo importante nel sostenere la domanda interna nel corso degli ultimi cinque anni. Durante il decennio del 2002, i consumi delle famiglie sono rimasti piuttosto stabili intorno al 45% del PIL, con il tasso di risparmio che oscillava intorno al 30% del reddito personale (Tabella 1.9). Tra il 2002 e il 2007, tuttavia, la quota dei consumi delle famiglie in termini di PIL è scesa drasticamente. In parte, ciò riflette una diminuzione della quota dei redditi da lavoro dipendente in termini di PIL, legati in particolare allo spostamento dell'occupazione dall'agricoltura, dove la quota del lavoro è molto alta, all'industria e ai servizi, in cui è molto più bassa. Un altro importante contributo alla diminuzione della percentuale di consumo è stato il salto del tasso di risparmio delle famiglie, di quasi 10 punti percentuali del reddito disponibile tra il 2002 e il 2007.

Tabella 1.9. Conto stanziamento delle famiglie

| | 1993-97 | 1998-2002 | 2003-07 | 2002 | 2007 | Change 2002-07 |
|--|---------|-----------|---------|------|------|----------------|
| Per cent of GDP (expenditure) | | | | | | |
| Compensation of employees | 50.0 | 50.8 | 48.0 | 50.4 | 47.6 | -2.8 |
| Imputed housing | 6.7 | 8.0 | 7.6 | 6.7 | 7.2 | 0.5 |
| Net interest | 5.0 | 3.3 | 2.1 | 2.8 | 2.3 | -0.5 |
| Social transfers | 4.4 | 5.1 | 5.5 | 5.5 | 5.7 | 0.2 |
| Total income | 66.1 | 67.1 | 63.2 | 65.4 | 62.7 | -2.7 |
| Income tax | 0.2 | 0.7 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.2 |
| Social security | 1.5 | 2.6 | 3.8 | 3.4 | 4.1 | 0.7 |
| Other transfers | 0.8 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | -0.1 |
| Personal disposable income | 63.7 | 63.7 | 58.2 | 60.9 | 57.3 | -3.6 |
| Imputed housing consumption | 6.7 | 8.0 | 7.6 | 6.7 | 7.2 | 0.5 |
| Other consumption | 38.0 | 37.3 | 30.7 | 37.0 | 28.4 | -8.6 |
| Household consumption | 44.6 | 45.3 | 38.2 | 43.7 | 35.6 | -8.1 |
| Saving | 19.0 | 19.9 | 19.8 | 17.2 | 21.7 | 4.5 |
| Per cent of personal disposable income | | | | | | |
| Saving rate | 29.9 | 30.7 | 30.4 | 28.3 | 37.9 | 9.7 |

Fonte: China Statistical Yearbook and CEIC.

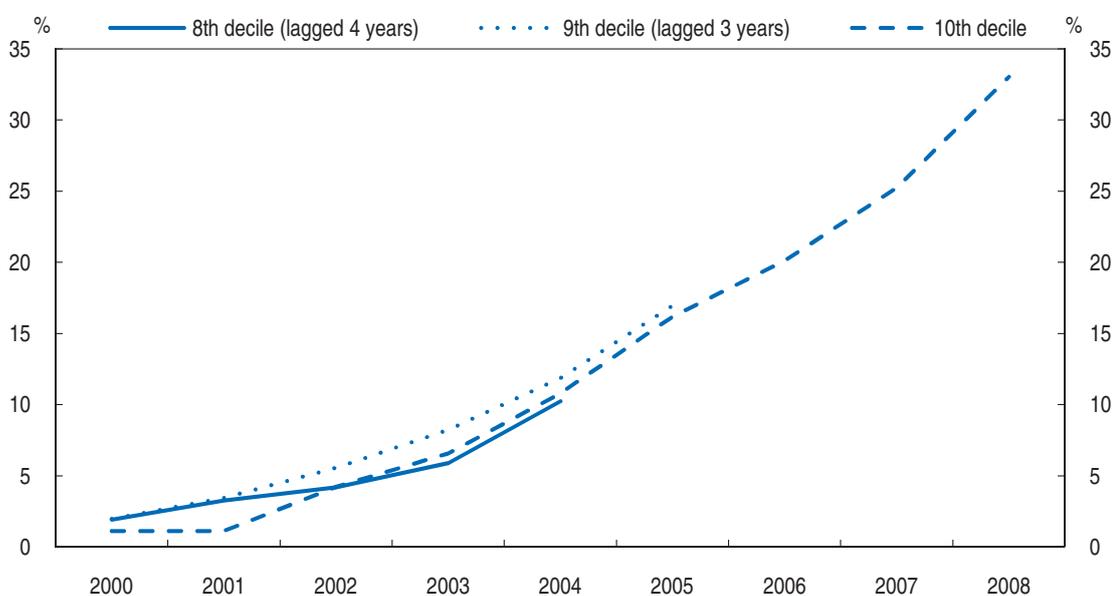
Questo salto del tasso di risparmio delle famiglie non può essere attribuito all'assenza di un ammortizzatore sociale. L'assenza di pensioni statali e assistenza

sanitaria nelle zone rurali è stata una caratteristica di lunga data dell'economia cinese, mentre nelle aree urbane c'è sempre stata una sorta di rete di sicurezza sociale. Nel complesso, i trasferimenti statali alle famiglie in media sono stati poco meno del 4,4% del reddito disponibile delle famiglie tra il 1992 e il 2002. Tuttavia, nei cinque anni successivi, la rete di sicurezza si è un po' ampliata e le prestazioni sociali sono aumentate di quasi 2,5 punti percentuali del reddito personale disponibile, allo stesso tempo il risparmio è aumentato. Tuttavia, le famiglie urbane possono aver tentato di compensare le potenziali riduzioni dei benefici pensionistici statali entrate in vigore nel corso di tale periodo risparmiando di più (Feng et al., 2009). L'aumento del costo della formazione può anche aver fatto salire il tasso di risparmio (Chamon e Prasad, 2008), in proporzione crescente delle famiglie che hanno mandato i loro figli all'istruzione superiore. Un'altra spiegazione potrebbe essere che le famiglie dei due decili più alti (che rappresentano la metà del risparmio totale) hanno avuto un'accelerazione del reddito reale rispetto al periodo precedente, quando la ristrutturazione stava avvenendo. In larga misura, ciascuno di questi fattori è di natura transitoria, indicando la probabilità che il tasso di risparmio delle famiglie può diminuire in futuro. Mentre il recente aumento di risparmio delle famiglie non può essere attribuito al basso livello della rete di sicurezza, l'analisi cross-country dei paesi in via di sviluppo suggerisce che l'elevato livello di risparmio delle famiglie in Cina prima del 2002 può essere correlato alla bassa rete di sicurezza sociale. Infatti, con uno studio di 11 paesi in via di sviluppo si è analizzato che un aumento dei trasferimenti statali alle famiglie, pari a un punto percentuale del reddito disponibile delle famiglie abbasserebbe il tasso di risparmio di 0,4 punti percentuali (Schmidt-Hebbel et al., 1991). Dati recenti suggeriscono che questo potrebbe esser già accaduto. Il tasso di crescita delle vendite al dettaglio reali si è portato dal 12% annuo nel 2006-07 e al 16% nella metà del 2009. Il consumo di beni costosi di consumo durevoli da parte delle famiglie urbane sembra essere aumentato. Il reddito relativo del decile più alto di famiglie urbane è notevolmente aumentato nei cinque anni al 2007 (Tabella 1.1), nonostante la stabilità complessiva nella distribuzione del reddito dal 2005. Questo gruppo, per un totale di circa 50 milioni di persone, aveva un reddito familiare medio di circa \$ 30 000 in termini di potere d'acquisto, nel 2007, sufficiente a finanziare l'acquisto di

automobili. Entro il 2008, più di un terzo di queste famiglie aveva acquistato una macchina. Inoltre, la diffusione nei decili a più basso reddito sta seguendo un andamento simile a quello osservato nel decile più alto (Figura 1.10): il tasso di proprietà nell' 8 ° decile nel 2008 è stato simile a quello del 10 ° decile quattro anni prima.

Le auto non sono l'unica forma di consumo durevole per i quali la domanda è in espansione. Le famiglie cinesi hanno cominciato a sostituire i vecchi televisori a colori con schermo piatto. La domanda interna di tali prodotti può essere aumentata di oltre il 90% nel 2009, con il mercato cinese che rappresenta il 19% delle vendite globali, secondo una ricerca di mercato da Display Search.

Figura 1.10. Percentuale di famiglie urbane che possiedono vetture da reddito decile



Fonte: China Statistical Yearbook

1.15 Implicazioni per la politica di scambio

Con l'inizio del 2010, il tasso di crescita annuo del PIL reale dovrebbe superare il 10%, aiutato anche dalla crescita globale in attività e scambi commerciali. La recente espansione fiscale, tuttavia, non è destinata a provocare un

surriscaldamento economico a breve termine in quanto vi è attualmente un'ampia capacità inutilizzata. Inoltre, per il mantenimento di una forte domanda interna sarà necessario un deficit fiscale continuo. Il riequilibrio interno richiederà una riduzione della forte dipendenza dalle esportazioni testimoniata in questi ultimi anni. Nel processo, il tasso di cambio reale dovrà apprezzarsi, come è normale per un'economia in rapido sviluppo dove l'aumento dei redditi spinge verso l'alto i prezzi di beni e servizi non commerciabili. La dipendenza della moneta corrente rispetto al dollaro ha lavorato nella direzione opposta dalla metà del 2008.

Nel tempo, sarà difficile per le autorità evitare che i prezzi cinesi superino i prezzi esteri misurati nella stessa valuta. Le autorità saranno in grado di scegliere il modo in cui l'apprezzamento reale avverrà- una maggiore inflazione e un tasso di cambio stabile o minore inflazione e un apprezzamento nominale. Quest'ultimo percorso sarebbe in definitiva meglio sia per i cinesi e per l'economia mondiale.

1.16 La sfida politica sociale

Il governo vuole continuare la rapida trasformazione della Cina da una società prevalentemente rurale ad una urbanizzata. Attualmente, la metà della popolazione vive in città ma la società resta divisa da persone i cui genitori sono nati in campagna e quelli i cui genitori sono nati in aree urbane e che hanno diritti molto diversi. Questa divisione è stata introdotta in un momento in cui il governo ha ritenuto necessario, per garantire la produzione di alimenti, mantenere le persone sul terreno, ma il reddito pro capite è salito da allora e le scarsità di cibo sono scomparse. Inoltre, le differenze di diritti diventano più evidenti quando si guardano i due gruppi insieme in città e paese, e può diventare insostenibile quando i soggetti con meno diritti vanno a dominare la popolazione delle aree urbane. Entro il 2005, il 39% della popolazione urbana non era stata registrata a livello locale come residenti urbani e quindi aveva meno diritti sociali, in particolare nel settore delle pensioni e dell'assistenza sanitaria. Hanno avuto poche opportunità di lavorare per il governo o le aziende di Stato. Lo spostamento verso una maggior uguaglianza dei diritti sarà la chiave per sostenere il flusso di persone verso le aree urbane e assicurare l'armonia sociale a più lungo termine.

1.17 Superare la segmentazione del mercato del lavoro

I rapporti di lavoro sono diventati molto più orientati al mercato negli ultimi dieci anni. Questo riflette in parte maggiore la concorrenza nei mercati dei prodotti, e di una diminuzione del ruolo delle aziende di Stato e delle istituzioni governative, che presentano tabelle salariali e contratti di lavoro rigidi. L'ascesa dei datori di lavoro del settore privato ha creato un nuovo mercato del lavoro, dove il capitale umano è meglio ricompensato. Allo stesso tempo, i nuovi datori di lavoro privati hanno poca tradizione di mantenere rapporti di lavoro a lungo termine stabili. In passato hanno avuto la tendenza di assumere persone a volontà, senza contratti di lavoro scritti, evitare il pagamento dei contributi di sicurezza sociale e, nel peggiore dei casi, non sono riusciti a pagare il loro personale. In questo contesto, il Governo ha emanato nuove leggi sul lavoro nel 2008. Il loro obiettivo è stato quello di introdurre ulteriori formalità sul rapporto tra dipendenti e datori di lavoro. Tutto il personale deve ricevere un contratto di lavoro firmato subito dopo l'inizio del lavoro. Sulla carta, questa nuova normativa è relativamente rigida rispetto agli standard internazionali, in particolare per quanto riguarda la tutela dei lavoratori per quelli con contratti a tempo indeterminato. A differenza della maggior parte dei paesi non OCSE che sono stati analizzati e dove le leggi sul lavoro si applicano solo ad una minoranza della forza lavoro urbana, l'occupazione informale è bassa in Cina e la maggior parte dei lavoratori urbani sono impiegati dalle imprese. Tuttavia, la legislazione 2008 non poteva ostacolare di molto la flessibilità. Una ragione è che i poteri esecutivi sono deboli, anche se è un sistema in cui il controllo è alto sulla carta, ma basso nella realtà creando incertezza e presentando situazioni di abuso. Più fondamentalmente, contratti a tempo determinato, i quali i datori di lavoro del settore privato non hanno l'obbligo di offrire, forniscono meno protezione di contratti a tempo indeterminato. Quindi, la legge doveva incoraggiare l'uso di contratti a tempo determinato. Le autorità devono affrontare una serie di altre sfide, aumentando in particolare il rispetto dell'obbligo di pagare i salari in tempo e con il regime di previdenza sociale. Un'altra sfida è di integrare meglio i lavoratori migranti nel mercato del lavoro. È essenziale che le disposizioni

per contratti a breve termine non diano luogo ad una ulteriore frammentazione del mercato del lavoro. La sopravvivenza del sistema hukou ha portato ad una molteplicità di sistemi di assicurazione pensionistica e sanitaria a livello nazionale. In entrambi i casi, i benefici possono differire da una città all'altra, come i tassi di contribuzione. Vantaggi e periodi di maturazione non sono portabili attraverso i confini amministrativi, ostacolando il movimento della popolazione, dato che i diritti accumulati possono essere persi e i sistemi nella città in cui le persone si muovono possono essere chiusi agli estranei.

1.18 L'unificazione dei sistemi pensionistici

Il governo ha introdotto nuovi programmi per migliorare le prestazioni sia nella città che nella campagna. Mentre causano una ulteriore frammentazione del sistema di prestazioni, questi cambiamenti rappresentano un importante passo avanti per migliorare la copertura in tutto il paese. Un nuovo sistema pensionistico portatile, è stato introdotto per i migranti e il governo sta considerando un sistema per consentire la portabilità delle pensioni urbane attraverso città e province. Infine, un nuovo sistema pensionistico rurale è da poco uscito gradualmente. Tuttavia, i sistemi rurali e urbani variano, in alcuni casi, anche tra città vicine. I diversi gradi di generosità e di mancanza di portabilità ostacolano la mobilità del lavoro e portano a differenze sostanziali nei salari relativamente a piccole distanze. Come benefici pensionistici, la salute e il benessere sono in gran parte finanziati a livello locale, e l'onere fiscale connesso con il finanziamento di questi benefici non è adeguatamente distribuito in tutto il paese. Questo è più evidente nel sistema pensionistico per i lavoratori urbani, dove le aree con una popolazione giovane mobile hanno bassi tassi di contribuzione, sia a causa di fattori demografici sia perché la popolazione locale guadagna dalla perdita dei benefici di lavoratori transitori. Il tasso di partecipazione del datore di lavoro per le pensioni urbane varia tra l'8% e il 25% del salario in tutto il paese per lo stesso beneficio. Anche se le pensioni urbane dovrebbero essere integrate a livello provinciale, questa riforma è solo in fase di attuazione e anche quando le riforme saranno completate non provocheranno ancora un'adeguata solidarietà in tutto il paese,

date le diverse caratteristiche demografiche delle diverse province. Per il nuovo sistema pensionistico rurale il benessere e la dipendenza dal finanziamento locale è ancora più problematico. Mentre le pensioni rurali sono in parte finanziate a livello centrale, una gran parte delle pensioni di tutti i benefici di nuova creazione di benessere rurale rimarranno di competenza del governo della contea locale. Come risultato, i benefici sociali per i più poveri saranno di responsabilità dei governi locali, con le basi imponibili più deboli. Un'ulteriore sfida rivolta al sistema pensionistico per i lavoratori urbani e il nuovo sistema rurale è la bassa età di pensionamento. L'età ufficiale di pensionamento è di 60 anni per gli uomini e 55 per le donne. Inoltre, le persone in lavori manuali sono autorizzate ad andare in pensione cinque anni prima e sembra che vi sia una tolleranza per il pensionamento anticipato. Una parte importante della riforma delle pensioni in Cina ha comportato l'introduzione di conti individuali per la parte della pensione statale. In tutto il mondo, quasi tutti i sistemi pensionistici statali sono basati su una qualche forma di conto individuale, che richiede in genere la forma di una registrazione contabile delle entrate e dei fattori di rivalutazione utilizzati per calcolare una pensione finale. La principale particolarità del conto individuale in Cina è il parametro utilizzato per rivalutare i contributi del passato: nella maggior parte dei paesi il parametro è la crescita del reddito medio o dei prezzi al consumo, in Cina invece, è il tasso bancario ad un anno di deposito. Questo dà l'impressione che il conto è investito in depositi bancari. In realtà, si tratta semplicemente di un metodo per tenere traccia dei guadagni nel tempo. A volte, il governo ha cercato di effettuare trasferimenti di questi conti in modo che gli enti locali possano depositare i proventi alle banche o acquisire il debito pubblico, ma questo dovrebbe essere evitato. In effetti, tali trasferimenti tra i vari livelli di governo non influenzano il bilancio delle amministrazioni pubbliche in generale. Inoltre, potrebbero portare il governo centrale ad aumentare il suo risparmio in modo da non mostrare un indebolimento della propria posizione finanziaria, che si tradurrebbe in un aumento indesiderato del risparmio nazionale. Un discorso analogo vale per il trasferimento di parte del valore delle aziende di Stato di nuova quotazione al fondo di riserva per le pensioni. Il saldo del fondo di riserva per le pensioni potrebbe salire, ma le attività dell'organizzazione che originariamente

deteneva le azioni per il governo (SASAC) diminuirà e il bilancio delle amministrazioni pubbliche rimarrà invariato.

La natura estremamente decentralizzata del sistema pensionistico è un problema importante ed è necessario un sistema nazionale. Si è sostenuto che le differenze nei livelli di reddito tra le aree sono così grandi da rendere un sistema nazionale inutilizzabile. Tuttavia, in linea di principio è relativamente semplice mettere a punto un sistema che fa la parte della pensione legata alla retribuzione media locale dei dipendenti su una media ponderata dei guadagni locali nelle zone in cui una persona ha lavorato. Il problema principale è la necessità di una nazionale registrazione e di condivisione dei ricavi. Quelle province e comuni che sono in grado di caricare le aliquote contributive basse e ancora godere di eccedenze sono riluttanti a condividere le entrate a livello nazionale. Un primo passo per affrontare questo problema potrebbe essere quella di introdurre la gestione della tesoreria centralizzata per il sistema di sicurezza sociale. I sistemi di gestione dei record, che si sono moltiplicati e sono diventati di difficili collegamento, necessitano anche di essere razionalizzate.

1.19 Educazione e diritti di terra

Unificare il sistema delle prestazioni pensionistiche per gli abitanti nelle zone rurali e urbane è solo il primo passo per ridurre gli ostacoli alla migrazione. L'istruzione rappresenta un altro ostacolo significativo. Anche se le tasse sono state abolite e la maggior parte dei figli dei migranti che vivono in aree urbane ora frequenta la scuola fino all'età di 15 anni, si trovano ad affrontare spese maggiori dei residenti locali. Oltre alla scuola media, i genitori migranti affrontano una scelta difficile. Gli esami universitari devono essere accettati nell'area di registrazione, piuttosto che nella zona di residenza ed il contenuto degli esami di ingresso varia in tutto il paese. Di conseguenza, molti bambini devono muoversi dalla loro nuova casa verso il luogo in cui sono nati i loro genitori per ottenere l'istruzione tra i 16 e i 18. L'alloggiamento è un'ulteriore barriera, come è l'assenza di assicurazione sanitaria, soprattutto per i bambini. Come risultato una

percentuale elevata dei figli dei lavoratori migranti è rimasta con i nonni o con altri parenti.

1.20 La riforma sanitaria

Sono state avviate importanti riforme di sanità nel 2009. Un nuovo sistema sanitario rurale è stato implementato rapidamente in tutto il paese, ma è scarsamente finanziato, con il contributo annuo a questo sistema di solo CNY 100 a persona. Inoltre, questo sistema non ha a quanto pare ridotto il costo della malattia catastrofica e ha anche aumentato il costo delle visite regolari ai medici di villaggio nelle aree rurali. La riforma del sistema sanitario urbano mette fine alla mancanza di assicurazione sanitaria per coprire i dipendenti, come i bambini. Tuttavia, il nuovo sistema urbano complementare per i residenti (al contrario dei dipendenti) non copre le persone nelle aree urbane senza permesso di soggiorno locale urbano. Tali persone possono aderire al sistema sanitario volontario nella loro zona di origine, ma la maggior parte di questi sistemi richiedono cure sanitarie per essere consumati localmente. Il risultato complessivo di questa mancanza di assistenza sanitaria può essere visto nel tasso di mortalità molto alto materno per i migranti nelle aree urbane. Le sfide principali sono ancora una volta finanziarie. Sono necessari pagamenti pubblici più elevati al fine di garantire che i sistemi forniscano una copertura completa dei costi sanitari catastrofici e di una inclusione dei cittadini immigrati nel sistema di residenti urbani. Un maggior pagamento necessita di assicurarsi che il piano preveda copertura completa delle malattie catastrofiche sul lato dell'offerta e potrebbe portare a significative pressioni sui costi. Il sistema sanitario è eccessivamente dipendente dalle cure prestate da ospedali, con i pazienti che temono che i medici che operano al di fuori del sistema ospedaliero siano sotto-qualificati. Questi timori possono essere giustificati dato che, fuori dai grandi ospedali, molti medici hanno solo tre anni di studio universitari e senza formazione medica post-laurea o di formazione clinica. Gli ospedali, così come la proprietà statale, sono gestite come unità indipendenti. Anche se vi è qualche evidenza che, come le altre industrie di proprietà statale, gli ospedali devono affrontare vincoli di bilancio non particolarmente rigidi, sono

generalmente tenuti a quadrare il bilancio, dopo aver ricevuto un contributo fisso di circa il 10% dei costi, mentre possono anche essere oggetto di una regolamentazione dei prezzi. Quest'ultima aveva lo scopo di ridurre il costo delle cure sanitarie per il consumatore, ma questo obiettivo non è stato raggiunto. Piuttosto, i medici sono incoraggiati dalla direzione dell'ospedale di scegliere i trattamenti il cui prezzo regolamentato è elevato rispetto ai costi (spesso tramite bonus per ogni azione ad alto profitto prescritta dal medico). Inoltre, i medici sono incoraggiati a prescrivere farmaci non generici anche se l'ospedale ha più profitto su tali farmaci. Infine, le aziende farmaceutiche hanno accesso ai registri di prescrizione dei medici ospedalieri e di pagare i premi ai medici in proporzione alla prescrizione di attività. Tale sistema porta a un eccesso di alimentazione. Inoltre, anche nelle zone rurali, l'eccesso di prescrizione è diffuso. In questa luce, i fornitori di assicurazione sanitaria devono assumere un ruolo più attivo nella supervisione dell'assistenza sanitaria e dei prezzi.

Una parte del pacchetto della riforma sanitaria del 2009 del governo mira ad aumentare l'uso delle strutture sanitarie di base. Questo sarà difficile in quanto richiede la generalizzazione dell'insegnamento della medicina di famiglia, migliorare le qualifiche dei medici e il ri-orientamento della comunità in centri di assistenza sanitaria come ospedali di piccola dimensione per fornire assistenza sanitaria primaria. Anzi, può essere che una maggiore enfasi dovrebbe essere data alle stazioni di assistenza sanitaria - che sono molto più vicine al pubblico - e di aumentare lo stato dei medici in queste unità, facendo loro acquirenti di assistenza sanitaria per i loro pazienti.

1.21 Riforme economiche in Cina

Durante la terza sessione dell'XI Comitato Centrale del Partito Comunista Cinese avvenuto nel dicembre del 1978 furono prese delle decisioni che diedero una importante svolta nello sviluppo politico ed economico della Cina.

La lotta di classe che in quegli anni era il punto centrale della politica cinese fu messa da parte, la rivoluzione culturale fu archiviata e si dette inizio allo studio di centinaia di dossier di "destra" che dal 1957 furono messi da parte dal potere ed

emarginati dalla società. Venne presa in considerazione e rielaborata anche quella riforma economica della quale ora si contano i risultati positivi, una riforma che si concentrava alla progressiva integrazione dell'economia cinese con le economie delle altre potenze mondiali, in particolare con quelle dei paesi industrializzati.

Alla base delle riforme c'è il cambiamento delle priorità economiche su cui si concentravano i piani di sviluppo. L'industria pesante, che fino allora aveva sempre rappresentato il settore principale, cedette il posto all'agricoltura e all'industria leggera. Invece di trainare l'economia, l'industria pesante avrebbe solo ricevuto i fondi necessari per modernizzarsi ed essere adeguata alle esigenze degli altri settori. Deng Xiaoping e i suoi collaboratori erano intenzionati a puntare sulle campagne perché consideravano la Cina come un Paese fortemente agricolo, in cui i contadini rappresentavano quasi la totalità della popolazione.

La produzione agricola cinese non era più in grado di soddisfare le esigenze della popolazione e del mercato e il problema principale consisteva nel fatto che le tradizionali tecniche di coltivazione erano rimaste immutate per secoli. Infatti l'economia agricola cinese era caratterizzata in quegli anni da tecniche di coltivazione arcaiche che non consentivano l'ottimizzazione delle risorse. Inoltre accanto al grave problema tecnico si affiancava quello della forte pressione demografica.

Il sistema che vigeva prima delle riforme, chiamato "comune popolari", si sovrapponeva allo sviluppo naturale dell'organizzazione rurale. Al centro del sistema c'era la brigata di produzione, che corrispondeva al villaggio tradizionale; al di sotto agivano le squadre di produzione, che raccoglievano fino a quaranta nuclei familiari; al vertice si trovava la comune popolare.

Il sistema maoista si concentrava principalmente sul potenziamento della forza lavoro trascurando però quello degli altri fattori della produzione, capitale e tecnologia.

Il sistema delle comuni aveva comunque dei limiti che si concretizzavano nel fatto che il livello di vita dei contadini era rimasto inalterato. In sostanza si lavorava di più, ma il guadagno rimaneva lo stesso. Inoltre se da un lato la produzione di beni di base era garantita, essa non era sufficiente per spingere il decollo industriale e la necessità di beni importati era sempre maggiore. Le comuni popolari furono smantellate tra il 1982 e il 1983. Vennero sostituite dal sistema di responsabilità a

livello familiare che segnò una svolta determinante per la produzione agricola. La famiglia contadina tornò ad essere la base dell'economia cinese.

Negli anni 80 si verificò in Cina un vero miracolo economico. In meno di dieci anni le riforme che erano state attuate produssero non solo un enorme aumento della produzione agricola e dei redditi dei contadini ma anche un'impennata nei consumi e nel livello di vita della città.

La riforma dell'agricoltura infatti rappresentò il punto di partenza per un più profondo progetto di ristrutturazione economica che, per fasi successive, coinvolse anche il settore industriale. I riformatori erano intenzionati a modellare un sistema in cui l'industria fosse lasciata libera dall'ingerenza dell'amministrazione statale. Si volle quindi procedere alla suddivisione e specializzazione del lavoro per consentire un più stabile collegamento tra imprese locali, statali e collettive con l'obiettivo di abbattere le barriere amministrative che ostacolavano la fluidità del lavoro.

Particolare attenzione fu posta nella preparazione del personale tecnico specializzato, molti studenti cinesi furono mandati all'estero per imparare le più moderne tecniche produttive. L'attenzione inoltre fu incentrata sulle richieste del mercato, che avrebbe guidato le scelte produttive ed impegnato gli imprenditori ad aumentare la competitività e la produzione.

Fu presa come oggetto di regolamentazione anche la legislazione riguardante le licenze e i marchi di fabbrica.

Importanti e decisive furono le iniziative focalizzate nell'incoraggiamento degli investimenti esteri. A questo fine furono istituite le "zone ad economia speciale" nel sud est del paese nelle province del guangdong e del fujian Zhuhai, Shenzhen, Shantou e Xiamen, seguite poi, nel 1988, dall'intera isola di Hainan elevata a provincia. In queste zone vennero previsti dei trattamenti preferenziali riservati agli stranieri che avevano intenzione di investire in Cina.

Il cardine del disegno politico di Deng Xiaoping era proprio l'apertura verso l'estero e l'introduzione del libero mercato. L'intuizione della dottrina "un Paese, due sistemi" consentì di giungere tra il 1984 e il 1987 agli accordi fra Pechino e Londra e fra Pechino e Lisbona per il ritorno di Hong Kong e Macao alla madrepatria.

rispettivamente nel 1997 e nel 1999. I due territori avrebbero avuto lo status di "zone economiche speciali"; un alto grado di autonomia e poteri legislativi e giudiziari indipendenti.

Le riforme applicate all'economia cinese hanno portato all'"economia socialista di mercato", definita così dallo stesso Deng Xiaoping, che prevedeva una nuova struttura economica che combinava il socialismo, che influenzava la struttura amministrativa ed istituzionale, ad un sistema economico che si incentrava sul libero mercato e il libero scambio.

1.22 Le esigenze di liberalizzazione

Sebbene le riforme economiche applicate in Cina consentirono di uscire dalla rigidità e dalla stasi della vecchia economia socialista evitandole i disastri a cui erano andati incontro altri paesi usciti dal cosiddetto "socialismo reale", si cominciarono a manifestare alcuni aspetti sfavorevoli. La liberalizzazione del mercato infatti provocò l'esplosione di una bolla inflazionistica. I nuovi arricchiti acquisirono in fretta la mentalità capitalistica e spesso scelsero la strada della speculazione e di qualche manovre disoneste che peggiorarono, anziché migliorare, le condizioni di vita della povera gente. Ma nel complesso la Cina si avviò verso la strada del benessere anche se accanto ad esso si affiancarono gli aspetti meno graditi del capitalismo, come la corruzione, soprattutto nelle grandi città delle quali la nuova e fremente attività economica stava cambiando il volto.

Si fece sempre più strada in quegli anni, a seguito delle riforme del sistema economico, l'esigenza di una "quinta modernizzazione" ovvero una riforma del sistema politico e alla realizzazione della democrazia. Il 20 dicembre del 1986 circa 60000 persone, molte delle quali studenti, si riunirono in piazza a Pechino per la democratizzazione del regime e l'autonomia delle università. Nella piazza furono esposti *dazibao* di protesta contro l'inflazione e la corruzione. Alla manifestazione non parteciparono soltanto studenti, ma anche intellettuali ed operai che scontenti per il disagio dilagante e l'arbitrarietà del sistema politico rappresentavano il desiderio di una vera riforma politica che legittimasse i diritti di libertà e democrazia.

La reazione della dirigenza cinese fu dura e non concesse nulla ai manifestanti. Le conseguenze di quella manifestazione furono due: a cessazione delle speranze di democratizzazione del sistema politico-sociale e la rovina di coloro che avevano appoggiato e contribuito all'organizzazione di essa.

Ma le critiche degli intellettuali però non cessarono. Le dimissioni di Hu Yaobang dal potere fece sì che gli intellettuali e gli studenti perdessero completamente la fiducia nella linea delle riforme dall'alto introdotte da Deng, il che creava le condizioni per un loro comportamento futuro ancora più radicale.

Così la nuova gestione di Zhao sembrò favorire un certo pluralismo politico, ma limitato. Le riforme economiche stavano generando dei cambiamenti nella realtà cinese, facendo nascere nuove forze. Se il partito voleva continuare a perseguire la riforma economica doveva dare ascolto a queste nuove forze. I nuovi strati economici, quali i professionisti i commercianti gli imprenditori nonché i tecnici e gli scienziati erano indispensabili per l'attuazione di politiche più orientate verso il mercato. Ma vi era una difficoltà nello sviluppo di istituzioni in grado di accogliere gli interessi di queste nuove classi.

Cominciò a prendere piede soprattutto nelle università il radicalismo. Gli studenti che, al contrario degli intellettuali, non erano stati integrati nel sistema di protezione del regime, erano sempre più disillusi dall'atteggiamento del governo. Non cessavano così le manifestazioni studentesche e dopo quella del 1986 ne organizzarono altre per far sentire la loro voce. Ma a differenza delle prime manifestazioni quelle del 1988 non ebbero molto seguito perché erano espressione di rivendicazioni di persone che appartenevano solo al mondo universitario e che non trovavano rispondenza nel sociale. L'appoggio degli intellettuali favoriva però gli studenti per quanto riguarda il dibattito politico e la diffusione di idee non ortodosse.

Agli inizi del 1989 cominciarono ad intensificarsi le attività indipendenti degli intellettuali e culminarono nelle grandiose manifestazioni dell'aprile maggio dello stesso anno, che furono sanguinose, a causa dell'intervento dell'esercito. Così svaniva il sogno della "quinta modernizzazione" e si poteva prevedere per lungo

tempo. La riforma economica restava. La stabilità, in nome della quale Deng Xiaoping aveva autorizzato la repressione, doveva dare i suoi frutti ed effettivamente li ha dati.

1.23 Stabilita e progresso

Tra il 1991 e il 1996 si verificò il boom dell'economia cinese. Nonostante le crisi che avevano afflitto i mercati finanziari e l'economia degli altri paesi asiatici, l'economia cinese mostrò una solidità inaspettata, così da far presumere che il terzo millennio riservava dei risultati ancora migliori.

La politica di apertura al mondo esterno dettata dal defunto leader Deng Xiaoping e portata avanti dal governo cinese durante il corso dei 20 anni passati ha portato beneficio alla popolazione e migliorato la forza economica e la statura internazionale del paese.

L'economia cinese inoltre è potuta crescere a un ritmo medio annuale del 9,8% dal 1979 grazie alla presenza di società straniere che hanno portato con sé capitali, tecnologia e modelli di gestione.

Alla fine del giugno 1988 gli investimenti stranieri erano circa 242,3 miliardi di dollari, rendendo la Cina il secondo paese destinatario di investimenti internazionali dopo gli Stati Uniti. Sempre in questo periodo la Cina occupava il secondo posto dopo il Giappone per quanto riguarda le riserve di valuta estera che ammontavano a 140,5 miliardi di dollari.

Oltre 17 milioni di persone hanno trovato lavori generalmente pagati presso imprese straniere operanti in Cina. È in crescita anche il numero di conti bancari in dollari. I prodotti in vendita inoltre, dal pane agli spazzolini per denti, dalle scarpe ai televisori alle automobili sono di gran lunga di qualità migliore rispetto a quelli degli anni passati.

Cresce anche il numero di benestanti cinesi che decide di trascorrere le vacanze all'estero, soprattutto nei paesi del sud-est asiatico e a Hong Kong, un lusso che nessun cinese 10 anni prima osava sognare. Inoltre cresce anche il numero di cinesi che vuole visitare i paesi occidentali quali Stati Uniti e i paesi europei.

1.24 Le prospettive di sviluppo

Naturalmente, a fronte di questi successi, c'è il rovescio della medaglia. La corruzione rampante insidia tutto il tessuto economico cinese, le banche hanno ecceduto nella concessione del credito e devono gestire delle sofferenze per le quali saranno necessarie drastiche misure, si accentueranno così gli squilibri tra nuovi ricchi e fasce povere.

gravi restavano in quegli anni i problemi della gestione politica. Mentre il partito comunista cinese mostrava di voler conservare tutto il potere, magari sacrificando l'ideologia all'economia, le esigenze di riforma politica tornano a farsi sentire. Gli interventi polizieschi, come quelli verificatisi a Hangzhou dopo la partenza del presidente americano Clinton, con l'arresto dei dirigenti del partito democratico cinese, oppure le condanne a dissidenti inflitte a Pechino mostravano da un lato l'inflessibilità del regime che non ammette altra via da percorrere che la sua, ma al tempo stesso possono essere sintomi di debolezza.

Così la Cina si avviava a concludere il millennio con grandi successi ma anche con gravi interrogativi.

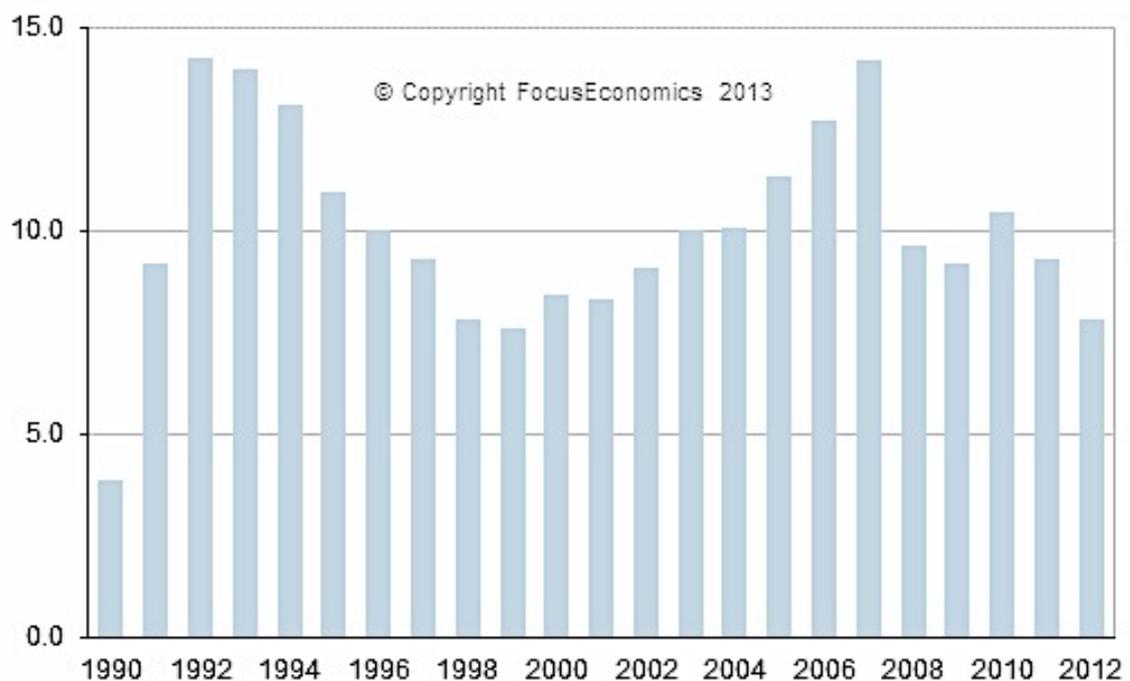
Capitolo 2

Le riforme del settore finanziario cinese

La vigorosa crescita economica cinese, che dal 1979 grazie alla realizzazione delle prime riforme è iniziata e tutt'ora è ancora in atto, richiama un forte interesse da parte di studiosi e policy makers. Le più recenti informazioni particolarmente importanti sono state scritte nel 2007 da Allen et al. e ad oggi costituiscono un benchmark per esaminare il sistema finanziario in Cina.

Gli studiosi considerano l'economia della Cina un vero e proprio enigma: il sistema finanziario di cui è in possesso è poco sviluppato e scarsamente market-oriented, tuttavia questo non le ha impedito di raggiungere tassi di crescita da potenza mondiale.

Figura 2.1. Crescita PIL cinese, 1990-2012



Fonte: Focus Economics

Allen et al. sottolineano il ruolo svolto dai canali di finanziamento informali, che hanno sostituito quelli tradizionali, i quali hanno agevolato lo sviluppo repentino delle imprese appartenenti al cosiddetto “settore ibrido” ovvero “non-state”.

Dopo queste prime osservazioni in questo capitolo si cercherà di evidenziare come la Cina abbia delle significative specificità soprattutto per aver attuato delle riforme nel sistema finanziario “step by step” cioè utilizzando un approccio graduale. Questo tipo di approccio contrasta infatti la tradizionale terapia shock applicata da altri paesi emergenti, ispirata al Washington Consensus che si basano su una massiccia liberalizzazione e privatizzazione nei sistemi market-oriented. Analizzare la gradualità, invece, utilizzata per le riforme della struttura finanziaria, consente di evidenziare l'evoluzione e lo sviluppo di quest'ultima e di confrontare la Cina con i sistemi bank-based e market-based.

In questo capitolo verrà mostrato inoltre che il processo di riforma del sistema finanziario cinese, ha garantito una certa stabilità macroeconomica, ma tuttavia non ha evitato che sorgessero difficoltà dal punto di vista di fragilità finanziaria del settore bancario e di corporate governance per le imprese, tali da minacciare la sostenibilità della crescita in futuro.

2.1 L'importanza della struttura finanziaria

Possiamo considerare la struttura finanziaria come un insieme di strumenti, istituzioni e mercati che formano il sistema finanziario di un paese. L'analisi di quest'ultimo è importante nel momento in cui ci si allontana dal “mondo ideale” di Arrow-Debreu (1954) (il quale sosteneva che in un mercato di capitali perfetto la struttura finanziaria risultava avere meno importanza per le decisioni reali ed inoltre il ruolo del sistema finanziario di un paese veniva sostituito dall'azione degli stessi investitori) per concentrarsi su un'economia concreta, caratterizzata da mercati incompleti, con ingenti costi di transazione e da informazione imperfetta ed asimmetrica tra insiders e outsiders alla impresa: aspetti che devono essere presi in considerazione quando si parla di un paese emergente ed in transizione come la Cina.

Per evitare il crearsi o l'ingrandirsi di problemi sopra citati, il sistema finanziario svolge diverse funzioni (Levine, 1997): esso infatti mobilita il risparmio, permette

la diversificazione e la suddivisione del rischio, fornisce e trasmette informazione, consente il monitoraggio dei managers e migliora la corporate governance, infine agevola l'investimento e l'innovazione.

La struttura di esso quindi condiziona sia l'efficienza nell'allocazione delle risorse che la stabilità del sistema economico e quindi la crescita di un'economia.

La letteratura sui sistemi finanziari comparati contrappone ancora oggi la bank-based view alla market based view. Questi due tipi di struttura finanziaria sopra richiamati sono alternativi in quanto hanno trovato applicazione in sistemi economici diversi tra loro, come in Germania e Giappone (bank-based systems), e negli Stati Uniti e Regno Unito (market-based system).

I sostenitori della prima tipologia di struttura finanziaria sostengono che un'economia monetaria (che si regge su una complessa rete di interrelazioni finanziarie di debito e di credito) si sviluppa grazie al coordinamento garantito dalla presenza di istituzioni, come le aziende di credito che rivestono un ruolo importante. Le banche hanno un ruolo informativo del tutto particolare e centrale: esse possono essere considerate come "contabili sociali", effettuano l'attività di screening dei potenziali clienti e il monitoraggio verso coloro che ottengono il credito, infine esse non solo acquisiscono ma producono informazione.

Le banche, nell'allocazione delle risorse, sarebbero gli intermediari per eccellenza in quanto minimizzano i costi dovuti all'asimmetria informativa.

I sostenitori della market-based view sostengono invece le caratteristiche dei mercati finanziari (azionari, obbligazionari e private equity) particolarmente ampi, diffusi e liquidi. Questi ultimi infatti puntano sul finanziamento e la formazione di nuove imprese e quindi sull'innovazione; ottimizzano il corporate control creando degli disincentivi all'opportunismo dei managers; permettono inoltre di evitare il crearsi di problemi connessi allo stretto legame che viene ad instaurarsi tra banche e imprese e che generando comportamenti spesso collusivi, possono danneggiare altri creditori impedendo una efficiente corporate governance.

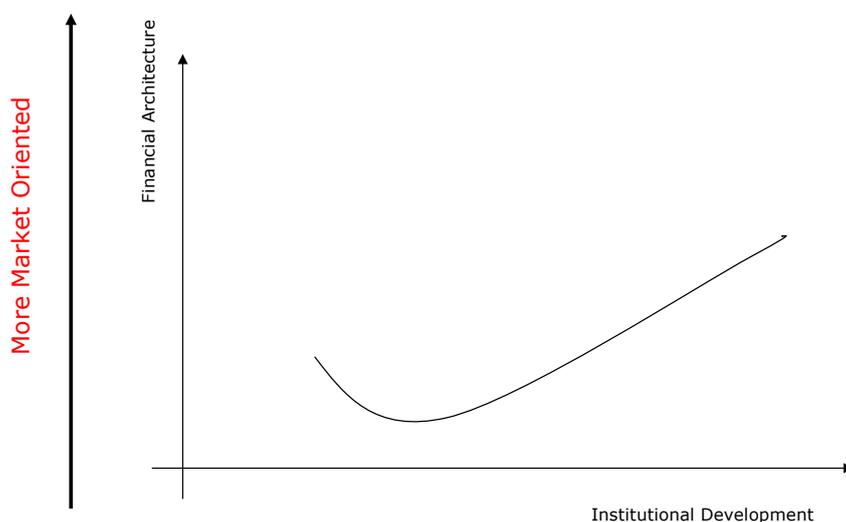
Studi recenti ci permettono di analizzare gli svantaggi e gli vantaggi che presentano entrambi i sistemi di cui si è appena parlato non permettendo così di scegliere quale dei due sistemi sia universalmente migliore rispetto all'altro. Secondo il "financial service view" il bank-based e i market-based systems favorirebbero l'efficiente allocazione delle risorse e la crescita economica venendo

utilizzati complementariamente piuttosto che alternativamente. Superando così la netta contrapposizione tra i due approcci si enfatizza il ruolo dei mercati finanziari e delle banche nel limitare le carenze ed i problemi di coordinamento presenti in un dato sistema economico.

Su questo tema Tadesse (2002, 2005) sostiene che la struttura finanziaria ottimale non deve essere considerata staticamente ma essa dipende da un insieme di fattori specifici al paese, in un dato periodo, quali: l'efficienza delle istituzioni e del sistema legale all'interno dei quali operano banche e mercati; l'incompletezza e le imperfezioni informative presenti nel sistema economico; il livello tecnologico delle imprese che devono essere finanziate ossia la struttura del suo sistema industriale (imprese tradizionali vs. imprese innovative).

Tenendo conto di questa prospettiva, nella fase di transizione dalla pianificazione all'economia di mercato, la situazione della Cina sarà critica sia per quanto riguarda il primo aspetto che per il secondo. Il suo sistema industriale invece è stato caratterizzato principalmente dalle imprese manifatturiere. Per Tadesse (2005), un paese con queste caratteristiche dovrebbe intraprendere una prima strada verso un sistema bank-based e nel momento in cui i fattori specifici sopra richiamati hanno avuto un miglioramento considerevole ci si potrà direzionare verso il market-based financial system, ossia un'ulteriore sviluppo dei mercati finanziari.

Figura 2.2. Architettura del sistema finanziario e sviluppo istituzionale



Fonte: Tadesse (2005)

Questo approccio particolarmente significativo ci permette di capire perché la Cina abbia un sistema finanziario ancora piuttosto bank-based e si stia gradualmente muovendo verso un effettivo potenziamento dei mercati finanziari nazionali e verso un'apertura a quelli internazionali.

2.2 La gradualità nelle riforme del sistema finanziario cinese

Con questo paragrafo si vuole rivolgere l'attenzione all'origine e allo sviluppo avvenuto al complesso degli intermediari e dei mercati che caratterizzano il sistema finanziario cinese. Si tratta di un cambiamento ancora in atto e che è stato iniziato grazie alla attuazione di riforme graduali dalla fine degli anni settanta fino ad oggi.

Il sistema bancario, con l'avvento della repubblica popolare cinese 1949, ha avuto una riforma radicale in quanto in un solo anno furono nazionalizzate tutte le imprese e le istituzioni finanziarie. Per questa ragione, dal 1950 al 1978 il sistema finanziario cinese dipendeva da un'unica banca: la People's Bank of China (PBOC). Quest'ultima era interamente statale ed era direttamente controllata dal Ministero delle Finanze.

La sua funzione era duplice: funzione di banca centrale e quella di banca commerciale. Questo compito la metteva in una posizione privilegiata in quanto poteva controllare la totalità delle transazioni finanziarie che avvenivano nel paese. Il 1978 così, è un anno molto importante perché segna lo "spartiacque" per l'analisi della struttura finanziaria della Cina. Da una parte esso coincide con il "divorzio" tra la People's Bank of China e il Ministero delle Finanze (la prima diventò parzialmente autonoma essendo rimasta comunque sotto la sorveglianza del governo); dall'altro, dopo il 1978, furono importanti le trasformazioni avvenute nel sistema creditizio perché portarono alla nascita di tre banche statali di nuova costituzione che sottrassero molte funzioni di banca commerciale alla People's Bank of China.

Sono tre le banche di nuova costituzione:

- 1) L'Agricultural Bank of China (ABC), la quale indirizzava l'attività completamente a sostegno delle aree agricole e rurali;
- 2) la Bank of China (BOC) che si concentrava soprattutto sulle transazioni valutarie;
- 3) la People's Construction Bank of China (PCBC) che si dedicava totalmente al finanziamento degli investimenti immobiliari.

Si affiancò una quarta banca nel 1984: l'Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) che modificò ed eliminò totalmente la dipendenza delle attività commerciali dalla People's Bank of China, dandone a quest'ultima il ruolo, a tutti gli effetti, di Banca Centrale e diede vita al blocco creditizio statale chiamato "Big Four" che rappresenta, come si vedrà in seguito, il core del sistema del credito bancario cinese.

Vi fu in questi anni una graduale riforma del sistema economico grazie all'introduzione di elementi di mercato, di una liberalizzazione dei prezzi e dell'apertura al commercio e agli investimenti esteri (con la creazione delle Zone Economiche Speciali, ZES). Negli anni 80 si creò però la necessità di diversificare il sistema bancario, per andare incontro alle esigenze delle amministrazioni locali che erano sempre più coinvolte nell'industria locale attraverso la proprietà collettiva delle Township and Village Enterprise (TVE).

Vennero istituite così in questi anni banche regionali al di fuori delle quattro grandi banche, di proprietà pubblica, nelle ZES. Sorsero inoltre le Cooperative di Sviluppo Rurale (Rural Credit Cooperatives) per aiutare lo sviluppo delle campagne, sotto il controllo dell'ABC, mentre nelle città venivano formate le Cooperative di Credito Urbano (Urban Credit Cooperatives, UCC). Sorsero inoltre delle prime strutture non-bancarie di intermediazione finanziaria, Trust and investment corporations (TIC), in cui interessi pubblici e malcelate attività di natura privata spesso si sovrapponevano, confondendosi. Infine cominciarono a sorgere sempre in questi anni i primi intermediari non bancari e le prime istituzioni finanziarie estere ma la loro attività risultava essere alquanto ridotta.

Ciò lo si può notare dalla tabella 1 qui sotto riportata che classifica le diverse tipologie di banche presenti in Cina, tenendo conto della raccolta di depositi e delle erogazioni dei prestiti.

Considerando il periodo 2000-2005 si nota come le “big four” abbiano avuto un peso quasi esclusivo all’interno del sistema del credito bancario cinese, sia per quanto riguarda il volume complessivo dell’attivo (16.932 mld. di RMB nel 2004, di cui 10.086 mld. di prestiti), che per quanto riguarda i depositi (14.412 mld di RMB nel 2004) avendo raggiunto i valori più alti rispetto alle altre tipologie di banche commerciali private, estere e locali. Ma ciò non significa siano state anche efficienti nell’allocazione delle risorse, come si vedrà nel prossimo paragrafo.

Tabella 2.1. Banche statali e non in Cina (2000-05 miliardi di RMB)

| Tipi di banche | Attivo complessivo | Depositi totali | Prestiti concessi | NPL (%) |
|---------------------------------|--------------------|-----------------|-------------------|---------|
| <i>2004</i> | | | | |
| • Banche statali | • 16.932,1 | • 14.412,3 | • 10.086,1 | • 15,57 |
| • Banche private | • 4.697,2 | • 4.059,9 | • 2.885,9 | • 4,93 |
| • Banche straniere | • 515,9 | • 126,4 | • 255,8 | • 1,34 |
| • Cooperative urbane di credito | • 171,5 | • 154,9 | • 97,9 | • -- |
| • Cooperative rurali di credito | • 3.101,3 | • 2.734,8 | • 1.974,8 | • -- |
| <i>2003</i> | | | | |
| • Banche statali | • 16.275,1 | • 13.071,9 | • 9.950,1 | • 19,74 |
| • Banche private | • 3.816,8 | • 3.286,5 | • 2.368,2 | • 7,92 |
| • Banche straniere | • 333,1 | • 90,7 | • 147,6 | • 2,87 |
| • Cooperative urbane di credito | • 148,7 | • 127,1 | • 85,6 | • -- |
| • Cooperative rurali di credito | • 2.674,6 | • 2.376,5 | • 1.775,9 | • -- |
| <i>2002</i> | | | | |
| • Banche statali | • 14.450,0 | • 11.840,0 | • 8.460,0 | • 26,1 |
| • Banche private | • 4.160,0 | • 3.390,0 | • 2.290,0 | • -- |
| • Banche straniere | • 324,2 | • -- | • 154,0 | • -- |
| • Cooperative urbane di credito | • 119,0 | • 101,0 | • 66,4 | • -- |
| • Cooperative rurali di credito | • -- | • 1.987,0 | • 1.393,0 | • -- |
| <i>2001</i> | | | | |
| • Banche statali | • 13.000,0 | • 10.770,0 | • 7.400,0 | • 25,37 |
| • Banche private | • 3.259,0 | • 2.530,7 | • 1.649,8 | • -- |
| • Banche straniere | • 373,0 | • -- | • 153,2 | • -- |
| • Cooperative urbane di credito | • 128,7 | • 107,1 | • 72,5 | • -- |
| • Cooperative rurali di credito | • -- | • 1.729,8 | • 1.197,0 | • -- |

Fonte: Allen et al. (2007)

In questa situazione, per un lungo periodo, ci fu un basso grado di concorrenza all'interno del sistema bancario. Demirguc-Levine (2001) condussero un'analisi comparata tra la Cina, il Giappone, la Corea del Sud e Taiwan e hanno evidenziato che per gran parte degli anni novanta, l'indice di concentrazione delle Big Four (che esprime la quota degli assets sul totale) si attestava intorno al 91% e sia stato il risultato più elevato rispetto ai paesi asiatici sopra indicati.

Tuttavia, con la crescita del numero di nuove banche private e di nuovi intermediari ha fatto sì che dal 1997 vi fosse un aumento della concorrenza.

La riforma del sistema bancario, supervisionata dal China Banking Regulatory Commission (CBRC) ha seguito una strada mista tra il "rehabilitation approach" e il "new entry approach" preferendo però, tra i due, il primo. La Cina ha infatti cercato di rafforzare principalmente il settore bancario statale (ad esempio con la rehabilitation approach per le big four) prima di permettere l'entrata a nuove banche sia nazionali che estere (new-entry approach) e di accrescere, così, il grado di concorrenza nel settore degli intermediari.

2.3 Le riforme finanziarie sono state accelerate ed ampliate dal 2005

La salute finanziaria del sistema bancario è notevolmente migliorata e il progresso è stato fatto per quanto riguarda il problema delle partecipazioni non negoziate. Le istituzioni finanziarie hanno ampliato la portata delle loro attività, è stato ampliato inoltre il credito al consumo e sono stati introdotti nuovi strumenti finanziari e servizi. I programmi pilota per ringiovanire il sistema di credito rurale si sono sviluppati in seguito ad una riforma a livello nazionale. Sono state adottate misure per controllare i flussi di capitale internazionali e le istituzioni finanziarie cinesi sono una presenza crescente nei paesi dell'OCSE e in altri paesi stranieri.

Nonostante l'impressionante progresso, ci sono domande circa la sua durata e la sostenibilità. Negli ultimi anni, il miglioramento della redditività delle istituzioni

finanziarie e la qualità del bilancio hanno dovuto molto al boom economico. Inoltre, mentre le banche cinesi hanno finora resistito bene al rallentamento globale, l'accelerazione nei nuovi prestiti dall'inizio del 2009 aumentava il rischio di una nuova impennata dei crediti non performanti (NPL) negli anni successivi. Forti aumenti dei prezzi dei terreni, in parte alimentati da bassi tassi di interesse reali e un'abbondante liquidità, rappresentano ulteriori rischi per le istituzioni finanziarie. Nel lungo periodo, lo sviluppo del sistema finanziario rischia di essere condizionato da decisioni su ampie riforme economiche, come la riforma delle pensioni. Con le politiche attuali, la proprietà statale è probabile che continui a dominare il sistema finanziario per il prossimo futuro.

2.4 La salute delle istituzioni finanziarie è migliorata notevolmente

Negli ultimi anni sono stati compiuti notevoli progressi per restaurare e modernizzare il sistema bancario cinese. Le autorità hanno fatto buon uso dell'esperienza internazionale nel accompagnare l'assistenza finanziaria del governo con le riforme per stabilire le capacità e gli incentivi delle banche di prestare prudenza in futuro.

Le sofferenze enormi delle banche commerciali registrate alla fine del 1990 sono state in gran parte ripulite. Il loro rapporto NPL era sceso dal 17,9% a fine 2003 al 1,8% nella metà del 2009 (Tabella 2.2). Nel 2008, il rapporto NPL delle banche commerciali di proprietà statale (SOCB) ha registrato un netto calo, al 2,8%, riflettendo principalmente il calo delle sofferenze per la Banca agricola della Cina, che è stato l'ultimo socb da ristrutturare in una società per azioni. Le joint-stock banche commerciali (ACC), che hanno cominciato le riforme prima delle altre banche, insieme alle banche commerciali della città (CCB), hanno ottenuto riduzioni notevoli nei rapporti NPL.

Tabella 2.2. Non-performing loans (NPL) delle banche commerciali

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009H1 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|------|--------|
| Outstanding balance of non-performing loans (CNY Billion) | | | | | | | |
| Commercial banks | 2 230 | 1 847 | 1 314 | 1 254 | 1 268 | 560 | 519 |
| Major commercial banks | 2 104 | 1 718 | 1 220 | 1 170 | 1 201 | 487 | 444 |
| State-owned banks | 1 590 | 1 575 | 1 072 | 1 053 | 1 115 | 421 | 376 |
| Joint stock banks | 154 | 143 | 147 | 117 | 86 | 66 | 67 |
| City commercial banks | 116 | 119 | 84 | 65 | 51 | 48 | 49 |
| Rural commercial banks | n.a. | n.a. | 6 | 15 | 13 | 19 | 19 |
| Foreign banks | n.a. | n.a. | 4 | 4 | 3 | 6 | 7 |
| Non-performing loans share of total loans (%) | | | | | | | |
| Commercial banks | 17.4 | 13.1 | 8.6 | 7.1 | 6.2 | 2.4 | 1.8 |
| Major commercial banks | 17.9 | 13.2 | 8.9 | 7.5 | 6.7 | 2.4 | 1.7 |
| State-owned banks | 16.9 | 15.6 | 10.5 | 9.2 | 8.1 | 2.8 | 2.0 |
| Joint stock banks | 6.5 | 5.0 | 4.2 | 2.8 | 2.2 | 1.3 | 1.0 |
| City commercial banks | 15.0 | 14.1 | 7.7 | 4.8 | 3.0 | 2.3 | 1.9 |
| Rural commercial banks | n.a. | n.a. | 6.0 | 5.9 | 4.0 | 3.9 | 3.2 |
| Foreign banks | n.a. | n.a. | 1.1 | 0.8 | 0.5 | 0.8 | 1.0 |

Fonte: China Banking Regulatory Commission

Il calo delle sofferenze è stata accompagnata da un miglioramento altrettanto impressionante nell'adeguatezza patrimoniale della banca. Alla fine del 2003, solo otto banche (nessuno di loro SOCB), che rappresentavano meno dell'1% del patrimonio del sistema bancario, avevano raggiunto il minimo coefficiente di adeguatezza patrimoniale (CAR) dell'8% incaricato dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) e adottata dalle autorità cinesi. Alla fine del 2008, 204 banche, comprese tutte le principali banche commerciali, le BCC e un numero significativo di banche commerciali rurali (RCB), che rappresentavano il 99,9% delle attività bancarie commerciali totali, avevano raggiunto il minimo BIS (Tabella 2.3).

In risposta alla crisi finanziaria globale e ad un forte aumento dei prestiti bancari della China Banking Regulatory Commission (CBRC) è stato recentemente sollecitato alle banche di aumentare il loro coefficiente patrimoniale di lungo periodo. Nella metà del 2009, tutti e quattro le grandi SOCB quotate avevano raggiunto il grado del (tier 1 e tier 2) CAR di almeno l'11%, e la media ponderata CAR di tutte le 14 banche quotate è stata del 8,8%.

Tabella 2.3. I progressi nel raggiungimento di un'adeguatezza patrimoniale minima

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|------|------|------|------|------|------|
| Number of banks meeting minimum capital adequacy requirement ¹ | 8 | 30 | 53 | 100 | 161 | 204 |
| Share of total banking system assets (per cent) | 0.6 | 47.5 | 75.1 | 77.4 | 79.0 | 99.9 |

Fonte: China Banking Regulatory Commission

Le attuali norme per il calcolo dell'adeguatezza patrimoniale delle banche cinesi (CBRC, 2004), entrate in vigore 1 MARZO 2004, sono sostanzialmente in linea con gli standard internazionali fissati nel I accordo di Basilea (Kudrna, 2007). Tuttavia, il fattore di ponderazione del 20 % applicato ai crediti verso le banche nazionali - che è lo stesso di quello adottato dalla maggior parte dei paesi dell'OCSE - sembra abbassarsi dati i problemi passati. Il peso del rischio del 50% per le imprese di proprietà del governo centrale (i prestiti alle imprese statali (SOE) di proprietà di enti locali ricevono un fattore di ponderazione del 100%), pur non essendo in contrasto con Basilea I, tende a rafforzare la tradizionale propensione delle banche cinesi a concedere prestiti alle grandi imprese statali. I crediti verso banche politiche e società di gestione del risparmio bancarie ricevono un peso pari a zero rischio anche se non sono assistite da garanzie statali esplicite, il che è in contrasto con le disposizioni di Basilea I.

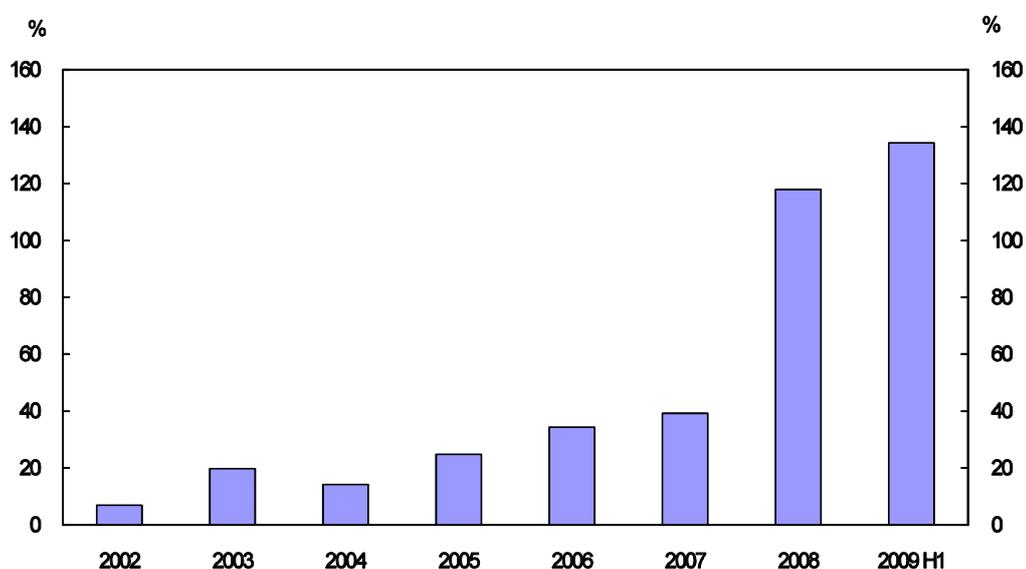
La classificazione dei prestiti è un processo complesso: mentre ci sono alcuni principi accettati a livello internazionale, le norme e le pratiche specifiche variano notevolmente. La classificazione in cinque parti è la stessa di quella utilizzata da altri paesi. Le classificazioni dovrebbero basarsi su indicatori previsionali della capacità dei mutuatari di rimborsare piuttosto che solo sulla performance storica nel soddisfare i pagamenti di prestito, come si verificava con il sistema precedente. Le procedure più grandi delle banche cinesi per la classificazione dei prestiti e di provisioning sembrano essere abbastanza vicine a quelle della banca a Hong Kong, Cina (Kudrna, 2007).

La vera chiave per un'efficace classificazione dei prestiti, però, è l'abilità e

l'esperienza del personale della banca per l'analisi attuale e prospettica dei flussi di cassa mutuatari e la qualità dei loro bilanci. Le banche cinesi sono relativamente nuove per tale analisi e il loro compito è ulteriormente complicato dal fatto che le informazioni finanziarie fornite dai loro clienti, migliorando al contempo, è ancora imperfetta. Mentre i criteri di classificazione sono sostanzialmente simili a quelli utilizzati nei paesi OCSE, possono essere sottovalutati i rischi di insolvenza in Cina. Di conseguenza, le classificazioni di prestito in Cina sono a volte probabilmente meno accurate invece di quanto ci si aspetterebbe in sistemi finanziari più sviluppati. L'attuazione dovrà essere raffinata come l'esperienza ci dimostra. A tal fine, la CBRC e alcune delle principali banche hanno monitorato i risultati di prestito contro la loro classificazione originaria .

Le banche hanno ulteriormente migliorato la loro capacità di affrontare le sofferenze, aumentando i loro accantonamenti a fronte delle perdite su crediti. Il rapporto di approvvigionamento per le SOCB e le ACC combinato è salito dal 20% circa a fine 2003 a oltre il 130% entro la metà del 2009 (Figura 2.3). Dal 2005 questo incremento ha riflesso sia le sofferenze in calo che l'aumento delle rettifiche su crediti.

Figura 2.3. Accantonamenti per perdite su crediti delle grandi banche commerciali



Fonte: China Banking Regulatory Commission

Il miglioramento della qualità del bilancio è stata accompagnata da un forte recupero di redditività della banca (Tabella 2.4). Misurata dal rendimento netto delle attività, la redditività ha raggiunto livelli che sono stati piuttosto bassi rispetto agli standard internazionali.

Tabella 2.4. L'utile ante-imposte delle banche commerciali

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 ² | 2008 ² |
|-----------------------------------|------|------|-------|-------|-------------------|-------------------|
| All commercial banks ¹ | 28.5 | 98.5 | 247.0 | 325.0 | 413.4 | 554.9 |
| State-owned | -3.2 | 45.9 | 156.1 | 197.5 | 246.6 | 354.2 |
| Joint-stock | 14.7 | 17.6 | 28.9 | 43.4 | 56.4 | 84.1 |
| City | 5.4 | 8.7 | 12.1 | 18.1 | 24.8 | 40.8 |
| Rural | 0.1 | 0.8 | 2.9 | 4.1 | 4.3 | 7.3 |
| Foreign | 1.7 | 2.4 | 3.7 | 5.8 | 6.1 | 11.9 |

1. si includono le banche commerciali di proprietà dello stato, le banche commerciali delle città, le banche commerciali delle zone rurali, la Postal Savings bank, le banche commerciali straniere e le cooperative di credito urbano e rurale.
2. Dopo la tassazione dei profitti

Fonte: China Banking Regulatory Commission

Gran parte del miglioramento della salute finanziaria delle banche negli ultimi anni è stata dovuta al boom dell'economia. I profitti sono aumentati dato il sostanziale spread tra prestiti e tassi passivi e la rapida crescita dei prestiti. Il trasferimento delle sofferenze alle quattro società di gestione patrimoniale della banca ha abbassato il livello delle sofferenze considerevolmente. Dal 2004, il calo del rapporto NPL è stato quasi interamente dovuto alla crescita dei prestiti. Infatti, nel 2007, il livello delle sofferenze è salito modestamente, a causa di un piccolo rimbalzo per le SOCB.

Il miglioramento delle performance delle banche riflette anche importanti miglioramenti nelle loro capacità. Gli sforzi che hanno avuto inizio alla fine del 1990 per chiudere i rami inutili e tagliare del lavoro sono continuati e le banche hanno investito molto nel trattamento dei dati e su altre strutture per migliorare l'efficienza delle loro operazioni. I costi operativi in rapporto al reddito sono scesi a livelli bassi non solo in relazione ai paesi OCSE (dovuti in gran parte ai loro bassi

costi del lavoro), ma anche ad altre grandi economie emergenti come l'India e la Corea (McKinsey Global Institute, 2006). Proventi da commissioni e altri oneri sono aumentati progressivamente in relazione al reddito complessivo a circa il 10% per le grandi banche, ma la Cina rimane al di sotto dei livelli medi degli altri paesi BRIC e del G7 (Feyzioglu, 2009).

Le riforme in corso per migliorare la governance delle banche e i sistemi interni stanno migliorando le prospettive che continueranno a perfezionare la redditività e la prudenza. Tutte le principali banche insieme con le BCC e molte RCB sono state convertite in entità societarie soggette a consigli di amministrazione e alle autorità di vigilanza. Queste strutture di governance riformate incorporano la maggior parte delle migliori pratiche accettate a livello internazionale e dovrebbero favorire la transizione delle banche dal loro ruolo tradizionale di agenzie governative verso un orientamento commerciale. Tuttavia, la loro efficacia è attualmente contenuta dalla limitata esperienza con le nuove strutture insieme ad una vestigia di pratiche e legami con il governo passato. Le schede bancarie cinesi sono tenute ad includere diversi amministratori indipendenti, ma trovare persone qualificate per ricoprire questo ruolo è spesso difficile (Taylor, 2006; Thompson, 2005). Le schede includono tipicamente revisioni, operazioni con parti correlate, e altri comitati che sono ampiamente considerati a livello internazionale come fondamentali per una governance efficace, ma i comitati non di rado mancano di un'effettiva autorità o capacità (Taylor, 2006). Ex funzionari governativi e membri del partito continuano a dominare le posizioni di gestione di società di alto livello. Queste limitazioni probabilmente faciliteranno l'esperienza acquisita con le nuove strutture di governance e le gestioni bancarie diventeranno più specializzate.

Le riforme interne, basate anche sulle migliori pratiche internazionali, sui sistemi di istruttoria e di gestione del rischio delle banche che sono stati applicati dalla metà degli anni 1990 stanno maturando. La questione nel 2006 della CBRC sulle linee guida per la Corporate Governance delle SOCB, incorporando gli elementi delle linee guida del 2002 per la governance delle autorità di controllo comuni, è stato un ulteriore passo importante. Esse contengono i parametri di riferimento

per il miglioramento di rapporti finanziari e dei controlli interni insieme con i tempi per la loro realizzazione. Questi includono: implementazione della riforma del sistema di classificazione dei prestiti in cinque parti, che tutte le grandi banche erano tenute ad adottare entro il 2005, la riduzione (e contenimento) del rapporto NPL per non superare la soglia fissata dal 5 %, fino all'8% , il raggiungimento di un rendimento minimo sulle attività del 0,6% entro due anni dopo il completamento della ristrutturazione finanziaria e di un tasso "in linea con gli standard internazionali" entro la fine dell'anno successivo. Mentre formalmente applicando SOCB , tali obiettivi sono anche in corso di adozione da parte degli altri segmenti del settore bancario commerciale . Entro la fine del 2007, tutti i SOCB, ACC e molti dei RCB avevano raggiunto tutti o quasi tutti gli obiettivi. Anche per volere delle autorità, i progressi significativi sono stati compiuti per migliorare la comunicazione al pubblico dei risultati della banca. Tutte le SOCB e ACC, insieme con la maggior parte delle BCC pubblicano relazioni annuali.

Più di recente, le autorità hanno annunciato un requisito: sette delle maggiori banche commerciali, comprese le SOCB, dovevano soddisfare gli standard di Basilea II entro la fine del 2010. A partire dalla fine del 2008 la CBRC ha rilasciato le linee guida sulle nuove norme e punta a finalizzare i dettagli di implementazione entro la fine del 2009. Oltre a stabilire nuovi standard di adeguatezza patrimoniale, l'adozione di Basilea II richiedeva alle banche di incontrare nuovi benchmark internazionali sulla valutazione e gestione del credito, di mercato e dei rischi operativi. Secondo la CBRC (2009) le sette banche alle quali si applicava Basilea II erano già a buon punto nel soddisfare i nuovi standard.

Le autorità hanno fatto buon uso di condizionalità per incoraggiare le banche ad attuare efficacemente le riforme. I progressi sulle riforme sono stati un modo per consentire alle banche selezionate di ampliare le loro linee di business o la loro portata geografica.

Le autorità hanno rafforzato il loro controllo di vigilanza, che è fondamentale per assicurare che le riforme siano effettivamente attuate e per contenere i problemi prima che diventino troppo grandi. Nel 2005, la CBRC ha cominciato a monitorare

la migrazione dei prestiti tra categorie di classificazione, a fare confronti delle valutazioni del credito originali confrontandoli con i risultati successivi, e sviluppare confronti con gruppi omogenei di progresso delle banche sulle riforme (Garcia-Herrero et al., 2006). Le autorità hanno anche istituito un sistema di rating per le singole banche basato sul sistema CAMEL (adeguatezza patrimoniale, qualità dell'attivo, l'efficacia di gestione, utili e liquidità), ampiamente utilizzato a livello internazionale. Negli ultimi anni c'è stato un aumento tendenziale della copertura di esami in loco, anche se è sceso bruscamente nel 2008 al 24% (CBRC, 2009). Una maggiore copertura è probabilmente necessaria, soprattutto in considerazione dei cambiamenti che le banche cinesi stanno attraversando.

2.5 Ulteriori miglioramenti

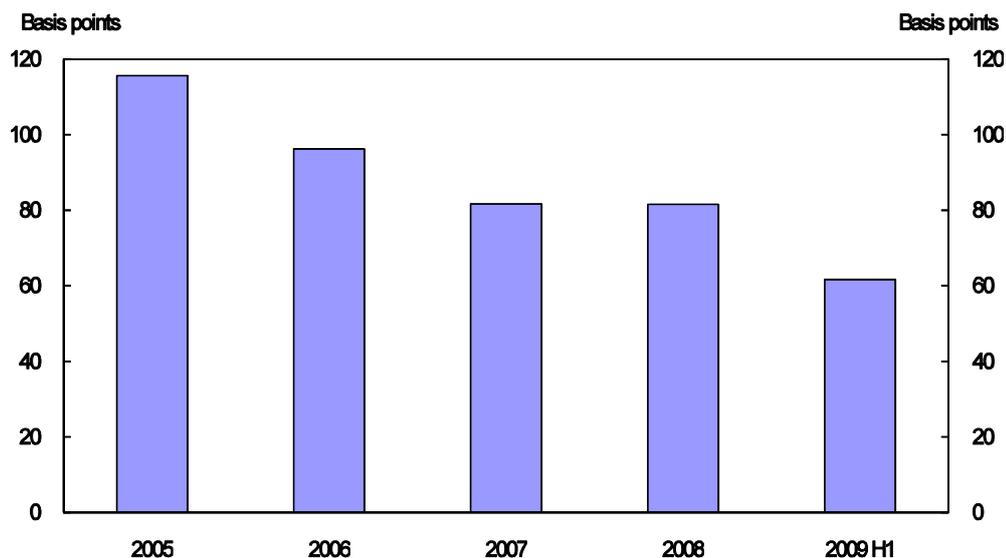
E' evidente come le riforme per rimediare alle debolezze tradizionali delle banche cinesi sono finora limitate. Mentre la maggior parte delle banche singole sono sempre più efficienti nelle loro operazioni, l'efficienza del sistema nel suo complesso è limitata dal dominio delle SOCB, che tendono a far restare indietro le banche commerciali più piccole (Shen et al., 2009 e Feyzioglu, 2009). L'efficienza superiore delle ACC e di molte delle BCC deve molto alla loro maggiore esposizione alle forze di mercato in passato. Ciò suggerisce che la rapida crescita nella condivisione di queste piccole banche servirebbe ad accelerare il miglioramento dell'efficienza del sistema nel suo complesso.

Una questione chiave è il grado in cui le banche stanno ora assegnando credito in base a rigorosi criteri commerciali. Uno studio del credito bancario cinese che copre la maggior parte del periodo durante il quale si sono verificate le riforme (1997-2004) ha concluso che "il pricing del rischio di credito rimane indifferenziato e le banche non sembrano prendere la redditività aziendale in considerazione quando si prendono decisioni di prestito " (Podipiera , 2006). La tradizionale tendenza delle banche, in particolare di quelle più importanti, verso i prestiti alle imprese statali di grandi dimensioni, sembra essere sopportata. In effetti, un caso di studio basato su interviste a direttori di banca socb suggerisce che dare ad aziende di Stato maggiore priorità nelle decisioni di prestito era un

qualcosa di radicato e difficile da cambiare (Yeung, 2009). Le province in cui aziende di Stato rappresentano una quota maggiore della produzione totale tendono anche ad avere rapporti più elevati di prestiti bancari in relazione alla produzione (Dobson e Kashyap, 2006). La proliferazione dei crediti per progetti di infrastrutture locali effettivamente sostenute dai governi locali nel corso del 2004 - 06, che ha portato il governo centrale a vietare le garanzie nel mese di aprile 2006, è un'altra indicazione della continua influenza del governo sulle decisioni sui prestiti bancari (Dobson e Kashyap, 2006). Infatti, il Presidente del Consiglio di una delle SOCB ha lamentato delle continue interferenze del governo nelle decisioni di prestito. Un'ulteriore prova è fornita da studi empirici che segnalano che la privatizzazione anche parziale esercita un'influenza positiva in materia di accesso al credito bancario per le imprese private (Firth et al., 2009) e che una quota maggiore di consiglieri di amministrazione della banca nominati dal SOE è stata associata con un più alto rapporto di NPL (Ferri, 2009).

Le banche inizialmente facevano poco uso del range consentito per i loro tassi attivi quando la liberalizzazione dei tassi di interesse era iniziata, con la maggior parte dei prestiti compiuti al tasso di riferimento o leggermente sotto. Da allora la dispersione dei tassi misurati come il margine tra il tasso medio sugli impieghi bancari e il tasso di riferimento è diminuito progressivamente (Figura 2.4). In media il margine di prestiti bancari era di soli 63 punti base sopra il tasso di prestito bancario regolato nella prima metà del 2009 e solo il 12,9 % dei prestiti sono stati per più di 159 punti base sopra il tasso raccomandato nel giugno 2009. Sembrerebbe o che il rischio sia nettamente meno in Cina, o che le banche preferiscono non correre rischi e razionano il credito ai loro clienti più piccoli.

Figura 2.4. I margini del tasso di interesse sui prestiti della banca



Fonte: People's Bank of China and OECD estimates.

Sono stati compiuti progressi significativi anche dal 2005 per il rafforzamento della base giuridica e istituzionale dei mercati dei capitali e nel rimuovere i principali ostacoli al loro sviluppo. Un risultato importante è stato il completamento di un quadro giuridico moderno sulla base degli orientamenti sullo sviluppo delle riforme, apertura e sviluppo costante del mercato di capitale emessi dal Consiglio di Stato nel 2004. Il tanto atteso modificato diritto delle società e titoli Legge, entrato in vigore nel 2006, insieme con la Securities Investment Funds Law, entrata in vigore nel 2004, forniscono un quadro globale per i mercati dei capitali, istituzioni di supporto, e gli investitori istituzionali, in quanto in precedenza erano stati sparse, talvolta incomplete o contraddittorie, leggi e regolamenti adottate nel corso di un lungo periodo di tempo. La loro efficacia sarà ulteriormente rafforzata con l'attuazione della riforma della legge fallimentare, che è entrata in vigore nel giugno 2007 e dalla legge modificata sulle assicurazione, che è entrata in vigore nell'ottobre 2009.

Le due leggi modificate insieme con successivi regolamenti e gli altri decreti emanati dai principali organismi di regolamentazione dei mercati dei capitali definiscono più specificamente le condizioni per la quotazione e le offerte iniziali

(IPO) sulle borse, la portata e le condizioni di ingresso per le società mobiliari, nonché di contabilità e le altre istituzioni di sostegno, e le norme e i regolamenti che disciplinano i fondi di investimento. Le leggi anche codificano e chiariscono le strutture di governance per le imprese e per le società quotate con i poteri e le responsabilità del senior management, con i consigli di amministrazione, con le autorità di vigilanza e con i loro comitati chiave. Viene ora messa molta più enfasi per migliorare la divulgazione delle condizioni sociali, per la lotta contro gli abusi degli esperti e per proteggere i diritti degli azionisti di minoranza.

Le nuove leggi si dirigono verso un lungo quadro normativo del mercato dei capitali della Cina in linea con le pratiche internazionali. Hanno fornito un sostegno essenziale per la riforma delle parti non commerciabili e la ristrutturazione del settore dei valori mobiliari discussi più avanti, così come per lo sviluppo di nuovi prodotti e la progressiva integrazione dei mercati dei capitali nazionali con i mercati internazionali. Essi hanno inoltre chiarito le responsabilità per la supervisione dei mercati dei capitali, anche se è ancora più divisa tra i principali organismi di regolamentazione che di solito è il caso nelle economie più avanzate (CSRC, 2008b).

2.6 Il mercato dei capitali

All'inizio degli anni novanta diventò attivo il mercato dei capitali, anche se rappresentando il secondo pilastro del sistema finanziario, distinto cioè dal mercato del credito, può anch'esso esser fatto risalire al 1978. I risparmi, prima di quegli anni, pari al 6% del Pil venivano depositati presso la People Bank of China. Furono eliminati numerosi vincoli sulla proprietà privata con lo scopo di far sorgere numerose imprese private o quasi-private e il risparmio trovò un impiego alternativo al deposito presso l'unica banca.

L'attivazione ufficiale delle due borse valori "nazionali" Shanghai Stock Exchange (SHSE) e Shenzhen Stock Exchange (SZSE) avviene nei primi anni 90, precisamente del 1990 e nel 1991. La Hong Kong Stock Exchange (HKSE), dove vengono quotate le imprese di più grandi dimensioni ed innovative sarà affiancata

alle prime due. Sempre in questi anni il mercato dei capitali in Cina si è sviluppato rapidamente, tuttavia se confrontato con i mercati azionari mondiali più importanti esso mostrava, in termini di capitalizzazione totale alla fine del 2002, una posizione non primaria tanto da collocarsi solo undicesimo.

Tabella 2.5. Mercato azionario

| | Borse valori (2002) | Capitalizzazione totale del mercato (miliardi di \$) | Concentrazione (%) | Velocità di turnover (%) |
|-----------|--------------------------------|---|-------------------------------|-------------------------------------|
| 1 | NYSE | 9.015 | 61,3 | 94,8 |
| 2 | Tokyo | 2.095 | 60,6 | 67,9 |
| 3 | Nasdaq | 1.994 | 63,1 | 159,8 |
| 4 | Londra | 1.800 | 84,5 | 97,3 |
| 5 | Euronext | 1.538 | 72,3 | 153,6 |
| 6 | Deutsche Börse | 686 | 72,0 | 125,1 |
| 7 | Toronto | 570 | 67,8 | 67,9 |
| 8 | Svizzera | 547 | 81,2 | 138,6 |
| 9 | Italia | 477 | 66,1 | 120,7 |
| 10 | Cina (Hong Kong) | 463 | 83,0 | 39,7 |
| 11 | Cina (Nazionale) | 463 | 24,4 | 224,2 |

Fonte: world-exchanges.org (2002)

Mentre per quanto riguarda l'HKSE era in decima posizione.

I mercati azionari cinesi erano, se presi congiuntamente, al quinto posto, preceduti dagli stati uniti, Giappone Regno Unito e Francia già nel 2002. Se considerassimo l'indice di concentrazione (frazione della capitalizzazione di borsa riferita alle imprese di più grandi dimensioni) la Cina mostrava valori piuttosto bassi essendo pari al 29,4%, cioè meno della metà di quella giapponese; l'indice di turnover, invece, è il più elevato (224%) in quanto alla fine del 2002 molte delle azioni erano ancora non negoziabili e l'indice così alto risulta significativo per la presenza di una elevata speculazione sul mercato azionario. Quest'ultimo indice è una dimostrazione che la Cina rispetto agli altri paesi sviluppati aveva scambi nel mercato azionario molto frequenti.

Una delle caratteristiche principali del mercato azionario cinese è l'elevata segmentazione se si confronta con gli altri mercati finanziari internazionali: esistono infatti numerose tipologie di azioni. Per classificarle, innanzitutto come primo metodo prendiamo la distinzione tra tradable shares (TS) e non-tradable shares (NTS). Le prime possono essere scambiate liberamente, mentre le NTS

possono essere cedute solo privatamente non essendo infatti oggetto di contrattazione pubblica sul mercato. Queste ultime sono state emesse per favorire i fondatori e gli impiegati di una società di proprietà statale e hanno la duplice funzione di impedire che sia sottratto il controllo dello Stato e di massimizzare la successiva quotazione tramite IPO.

I due economisti Green e Black sostengono che il primo aspetto sia legato principalmente al tentativo da parte del governo di ostacolare le “privatizzazioni selvagge” durante la fase di ristrutturazione delle imprese pubbliche. All’inizio del 2005 infatti le non-tradable shares erano circa i 2/3 del totale di tutte le azioni in circolazione.

Le tradable shares invece possono essere classificate in domestic shares poiché possedute e scambiate solo da investitori nazionali, oppure le foreign shares denominate in valuta estera e riservate agli investitori esteri. Una caratteristica molto importante del mercato azionario cinese riguarda il fatto che il prezzo azionario domestico generalmente superiore a quello azionario sottoscritto da investitori esteri. Questa particolarità deriva dal fatto che il governo vuole agire da monopolista discriminante sul mercato finanziario mantenendo un più basso tasso di interesse interno al fine di favorire il finanziamento del deficit statale.

Un’importante riforma della struttura del settore finanziario cinese è stata avviata il 29 aprile 2005 con l’inizio da parte di China Securities Regulatory Commission (CSRC) di un importante progetto. Quest’ultimo prevedeva una graduale riduzione delle azioni non-tradable. La riforma interessò in particolare il periodo che va dall’aprile 2005 al settembre 2006 e prevedeva che i possessori di NTS dovevano compensare, sotto diverse forme come cash, bonus shares, warrants, i detentori di TS per avere il diritto di vendere loro le azioni.

La riforma consisteva in due fasi: una prima fase nella quale ogni società interessata annunciava la vendita; tuttavia prima della transazione venivano stabilite le modalità di compensazione. In questo modo lo shock legato all’aumento dell’offerta sul prezzo delle azioni doveva essere ridotto. Alla fine del 2006 (Tabella 2.6) l’HKSE è sesto in termini di capitalizzazione totale registrando un incremento dal 2005 del 62,6%; SHSE e SZSE sono ancora undicesimi, ma anch’essi segnano una variazione notevole in confronto all’anno precedente rispettivamente

del 220,6% e del 97,1%. Confrontando questi dati, con quelli precedentemente analizzati da Allen nel 2002, si può vedere come il mercato azionario stia crescendo di importanza e peso all'interno della struttura del sistema finanziario cinese.

Tabella 2.6. Mercato azionario

| | Borse valori (2006) | Capitalizzazione totale del mercato (miliardi di \$) | Concentrazione (%) | Velocità di turnover (%) | Var. (%) capit. 2006/05 |
|-----------|----------------------------|---|---------------------------|---------------------------------|--------------------------------|
| 1 | NYSE | 15.421 | 47,8 | 134,3 | 13,1 |
| 2 | Tokyo | 4.614 | 60,6 | 125,8 | 0,9 |
| 3 | Nasdaq | 3.865 | 61,7 | 269,9 | 7,2 |
| 4 | Londra | 3.794 | 84,1 | 124,8 | 24,1 |
| 5 | Euronext | 3.708 | 72,3 | 116,4 | 37,0 |
| 6 | Cina (Hong Kong) | 1.715 | 78,7 | 62,1 | 62,6 |
| 7 | TSX group | 1.700 | 70,3 | 173,7 | 14,7 |
| 8 | Deutsche Börse | 1.637 | 72,7 | 130,2 | 34,1 |
| 9 | BME (Spagna) | 1.323 | N.A | 167,0 | 37,8 |
| 10 | SWX (Svizzera) | 1.212 | 71,2 | 130,2 | 29,6 |
| 11 | Cina (Nazionale) | 1.145 | 108,9 | 405,5 | 317,7 |

Fonte: world-exchanges.org (2006)

L'indice di concentrazione presenta anch'esso dei miglioramenti per i due mercati azionari Mainland essendo pari rispettivamente al 71,2% per Shanghai e del 37,7% per Shenzen; l'indice di turnover nello stesso anno è sempre piuttosto alto, il quale indica scambi elevati, e registra il 153,8% per Shanghai e per Shenzen è intorno al 251,7% mentre per Hong Kong è del 62,1%. A seguito della riforma del mercato azionario le azioni non-tradable scesero dal 66% sul totale delle azioni all'inizio del 2005 al 60,6% nel febbraio 2006 (cfr. Figura 2.6A e 2.6B) e raggiunsero il 57% nel giugno dello stesso anno, portando le tradable share dal 34% al 43%. C'è da considerare che la variazione percentuale del flottante nel 2006 è stata rispetto al 2005, del 208,7% per SHSE e del 174% per SZSE.

Sono state inoltre adottate misure supplementari verso lo sviluppo di mercati per gli strumenti derivati che diventerà sempre più importante per un'efficace gestione del rischio da parte degli investitori istituzionali. Mentre il valore dei derivati di negoziazione è cresciuto rapidamente la gamma dei prodotti ammessi rimane relativamente piccola e la maggior parte dell'attività si concentra su

futures su merci. I ritardi nell'apertura del China Financial Futures Exchange, che è stato istituito nel 2006, e i recenti commenti da parte dei funzionari di regolamentazione suggeriscono che il processo di liberalizzazione in quest'area continuerà ad andare avanti lentamente.

2.7 I vantaggi non saranno immediati

La riforma azionaria, insieme alle riforme precedenti al processo di approvazione della quotazione (OECD, 2005b), è un passo fondamentale verso lo sviluppo di un mercato azionario più maturo e rappresentativo. Tuttavia per i suoi effetti ci vorrà del tempo. A causa del periodo di "blocco" imposto sul commercio dei principali blocchi di azioni convertite, solo una piccola percentuale di azioni statali sono diventate negoziabili inizialmente. Tuttavia, questo processo si è completato nel 2012 (Ahn e Cogman, 2007).

Il miglioramento della qualità delle società quotate è diventato un obiettivo politico fondamentale ma più priorità deve essere data al raggiungimento di una maggiore diversità in termini di distribuzione regionale e industriale, di dimensioni e soprattutto di proprietà. Il progresso verso entrambi gli obiettivi è vincolato dal ritmo delle nuove IPO. Dovuto in gran parte alla sospensione temporanea delle IPO a metà del 2005 per sostenere il mercato a seguito della riforma delle quote non commerciabili, pochissime nuove imprese entrarono sul mercato in quel periodo, anche se i nuovi annunci erano di fatto aumentati, con 183 aziende che entrarono nel mercato dei capitali tra il 2006 e il 2008 (Tabella 2.7). Questa espansione comprende entrambe le azioni A, che sono delle società costituite in Cina e che possono essere acquistate e vendute solo da investitori cinesi e stranieri riconosciuti, nonché azioni H, che sono delle società registrate in Cina e negoziate su Hong Kong e su altri scambi internazionali.

Tabella 2.7. Profilo di Borsa

| Number of listed companies | 2000 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009H1 |
|--|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| Total domestic (A- and B-share) | 1 086 | 1 378 | 1 421 | 1 530 | 1 604 | 1 603 |
| B-share listings | 113 | 109 | 109 | 109 | 109 | 109 |
| H-share listings | 52 | 122 | 143 | 148 | 153 | 153 |
| Listings on Shanghai Exchange | 572 | 834 | 842 | 860 | 864 | 864 |
| Listings on Shenzhen Exchange | 514 | 544 | 579 | 670 | 740 | 739 |
| Shanghai Stock Exchange : | | | | | | |
| Total market capitalisation (CNY billion) | 2 693 | 2 310 | 7 161 | 26 984 | 9 725 | 15 911 |
| Tradable share market capitalisation (CNY billion) | 848 | 675 | 1 643 | 6 453 | 3 231 | 6 524 |
| Tradable share market capitalisation (% GDP) | 8.5 | 3.7 | 7.8 | 25.1 | 10.7 | 21.1 |

Fonte: China Securities Regulatory Commission, Shanghai Stock Exchange

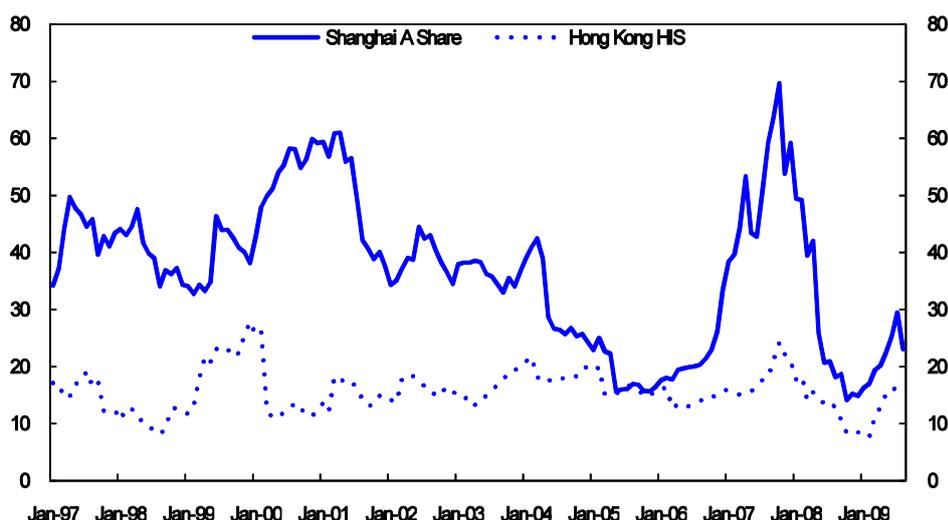
Le nuove IPO sono state dominate da aziende statali nel settore finanziario (comprese le SOCB che in precedenza erano elencate in Hong Kong) e nei settori dei servizi pubblici e delle infrastrutture. Un notevole accumulo di aziende sono state approvate ma non ancora elencate. Tuttavia, le autorità continuano a controllare i tempi delle IPO dalle aziende autorizzate, nonché l'importo totale che può essere rilasciato, e hanno la tendenza a rallentare il ritmo di nuovo annunci quando il mercato si indebolisce. Muoversi nel breve termine per un sistema che garantisce alle imprese autorizzate il diritto di decidere quando svolgere le loro IPO, simile al sistema di registrazione utilizzato nei principali mercati azionari esteri, sarebbe come accelerare il miglioramento della qualità e la diversità delle società quotate.

La riforma sul mercato azionario e l'apertura del processo alle IPO dovrebbe aiutare a migliorare le debolezze nei mercati azionari cinesi. I tassi di transazione sono alti, anche rispetto ad altri mercati asiatici emergenti, come la Corea e l'India, e la liquidità relativamente bassa (CSRC, 2008b). I mercati cinesi hanno subito ampie oscillazioni che hanno portato i prezzi a livelli che erano insostenibilmente alti. Ci sono prove che i singoli prezzi delle azioni riflettano spesso poco i valori aziendali (Mei, 2004; Feng, 2006). In particolare, le azioni A di società quotate su entrambi i mercati nazionali e quello di Hong Kong sono generalmente negoziate ad un premio notevolmente superiore rispetto alle controparti H.

Il quasi raddoppio dell'indice di mercato tra l'inizio del 2007 e la caduta di quell'anno, quando la media del rapporto prezzo -utili di delle azioni di Shangai ha raggiunto quasi il 70, suggerisce che il mercato rimane suscettibile all'eccessiva speculazione - soprattutto in vista della forte contrazione dei prezzi che si è verificata da allora (Figura 2.5). Le condizioni macroeconomiche, in particolare di abbondante liquidità e di un abbassamento dei tassi di interesse reali, probabilmente hanno incoraggiato l'impennata dei prezzi .

Le autorità hanno tentato di contrastare le oscillazioni di mercato attraverso variazioni di imposta di bollo sulle transazioni e, più recentemente, da esortazioni alla società di intermediazione mobiliare a mantenere le loro quote come i prezzi diminuiscono. Tuttavia, è probabile che queste e altre azioni ufficiali che influenzano il mercato abbiano effetti collaterali indesiderati, come ad esempio incoraggiando i partecipanti a sottovalutare i veri rischi degli investimenti azionari incoraggiano la convinzione che le autorità stabiliscano i prezzi.

Figura 2.5. Rapporto prezzo-utili.



Fonte: CEIC

La disciplina di mercato delle società quotate è stata limitata dalla predominanza delle aziende di Stato con ancora stretti legami e sostegno da parte del governo (in particolare dei governi locali) e dall'incapacità di investitori esterni di acquisire

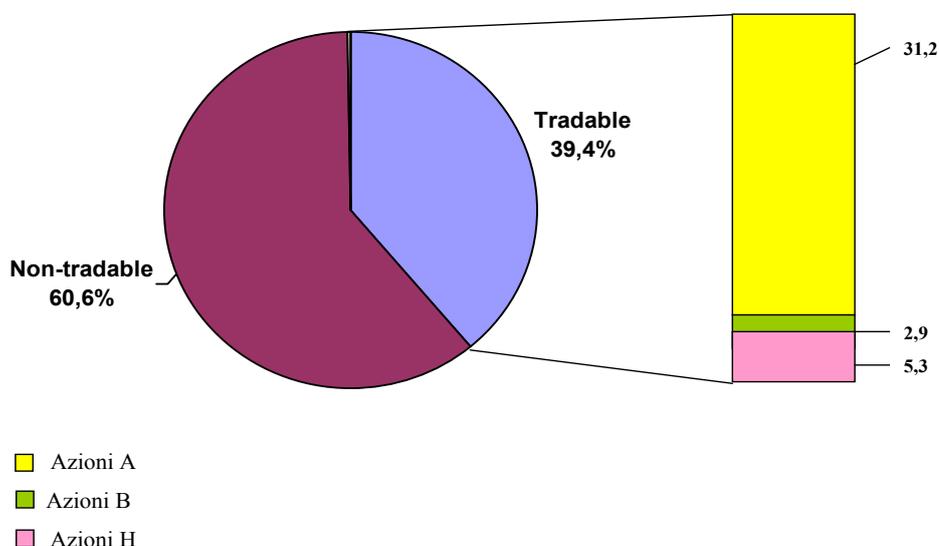
partecipazioni di controllo delle società a causa del divieto di vendita di azioni statali. Se le riforme saranno sufficienti per stabilire un vero e proprio mercato per il controllo societario rimane poco chiaro, poiché dipenderà dalla volontà degli azionisti di controllo statale di vendere le loro quote a investitori esterni.

2.8 Il mercato obbligazionario

Il mercato obbligazionario cinese ha subito un incremento rilevante nelle emissioni di nuove obbligazioni concentrato sul settore statale, cioè: le obbligazioni del tesoro con un incremento del 32,8% nel periodo dal 1990 al 2002, e le obbligazioni emesse dalle banche di proprietà statale che registrano un aumento del 38% nello stesso periodo.

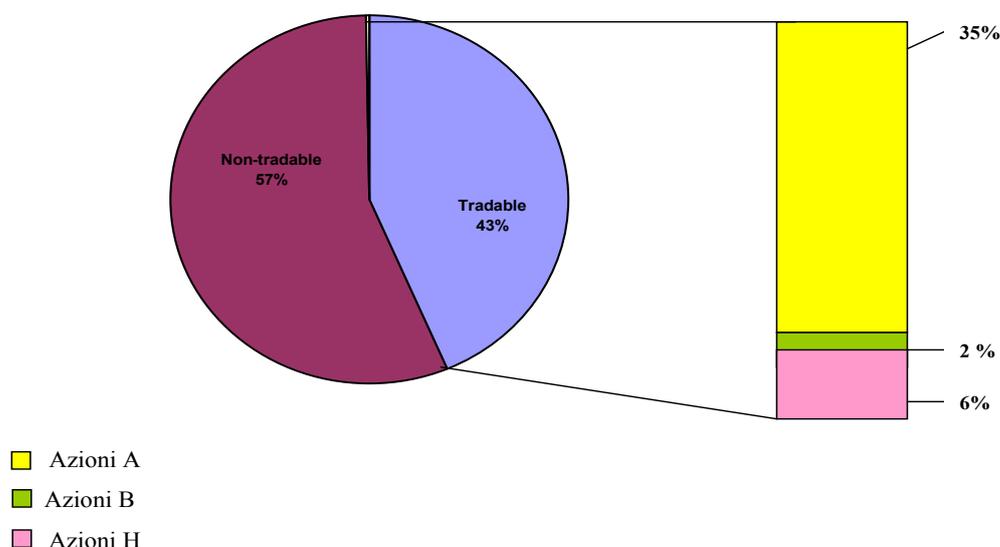
Per quanto riguarda invece le obbligazioni emesse da società private sono in rapporto alle precedenti quasi del tutto inesistenti, circa l'8,2%. Il periodo successivo, dal 2002 al 2006, segna un lento miglioramento nell'emissione di corporate bonds, aumentando del 20,4%.

Figura 2.6A. Tipologie di aziende quotate in Cina



Fonte: China Securities Regulatory Commission (CSRC) 2/2006 & <http://csrc.gov.cn>

Figura 2.6B. Tipologia di azioni quotate in Cina



Fonte: China Securities Regulatory Commission (CSRC) 6/2006 & <http://csrc.gov.cn>

La fine degli anni 90 fece sorgere gli investitori istituzionali anche se il ruolo nel sistema economico non risulta ancora di particolare importanza. I primi due fondi comuni di investimento cinesi sono stati costituiti nel 1998 (GuoTai e NanFang), ma oggi sono circa 46 e tra questi anche 13 esteri. Non sono ancora visibili tracce di hedge funds, questo perché sono vietate tutt'oggi le transazioni finanziarie a breve e brevissimo termine all'interno del paese; i fondi pensione inoltre fanno fatica a decollare. Il rapporto del settembre del 2005 sulla Cina da parte dell'OECD mette in evidenza come, proprio lo scarso peso degli investitori istituzionali, rappresenti una delle debolezze maggiori del sistema finanziario cinese e debba essere al più presto rinforzato.

2.9 Lo sviluppo del mercato obbligazionario sta progredendo, ma il segmento corporate rimane limitato.

I mercati obbligazionari della Cina si sono continuati a sviluppare nel corso degli ultimi tre anni e raggiunsero circa il 45 % del PIL nella metà del 2009 (Tabella 2.8)

. Globalmente , il mercato cinese confrontato con quello di altre grandi economie emergenti, rimane molto più dominato da obbligazioni emesse dal governo centrale e dalla banca centrale . Le obbligazioni della banca centrale, emesse per assorbire l'espansione delle riserve bancarie della bilancia dei pagamenti, sono state la componente più rapida di crescita e sono ora circa il 25 % del bond stock complessivo. Mentre le scadenze più brevi - sotto i tre anni - rimangono dominanti, le scadenze di 10 anni o più stanno aumentando di importanza.

Tabella 2.8. Obbligazioni in circolazione per tipo

August 2009

| | Value (CNY Billion) | Share of GDP (per cent) |
|--------------------|------------------------|----------------------------|
| Treasury bonds | 5 222 | 16.1 |
| Central bank bonds | 4 008 | 12.4 |
| Policy bank bonds | 3 953 | 12.2 |
| Corporate bonds | 352 | 1.1 |
| Commercial paper | 891 | 2.7 |
| Total | 14 427 | 44.5 |

Fonte: Chinabond, OECD estimates of shares and People's Bank of China

Ci sono stati miglioramenti significativi nel mercato obbligazionario interbancario, che rappresenta oltre il 95 % del commercio nel mercato secondario. Il numero e la gamma di istituzioni che partecipano al mercato continua ad espandersi e ora include la maggior parte delle istituzioni finanziarie nazionali e di banche straniere. I servizi di regolamento delle transazioni continuano a migliorare , con una quota crescente di transazioni effettuate sulla base consegna-verso-valore. Tuttavia, la rimozione del divieto di trading bancario di obbligazioni in borsa, che non dovrebbe più essere necessario, contribuirebbe a migliorare l'integrazione e l'efficienza complessiva del mercato.

Nel Giugno del 2007, la CBRC ha adottato la curva dei rendimenti dei titoli della Cina calcolata dal governo della Cina Securities Depository Trust Company, il principale responsabile obbligazionario, come riferimento per la misurazione del

rischio di mercato per le banche. Ciò dovrebbe contribuire a fornire un punto di riferimento a lungo termine necessario per facilitare i prezzi delle obbligazioni con scadenze diverse.

La varietà di strumenti a reddito fisso e dei relativi prodotti è in espansione. I riacquisti (non garantiti) sono stati autorizzati completamente nel 2004 e il mercato è cresciuto rapidamente. L'introduzione di interest rate swap e futures ha migliorato le capacità di copertura dei rischi di mercato sulle obbligazioni.

La nascita nel 2005 di un programma pilota per l'emissione di titoli asset-backed rappresenta un passo verso lo sviluppo di più strumenti di debito liquidi e la ripartizione più flessibile dei rischi. Il primo programma di sicurezza asset-backed è stato rilasciato alla fine del 2005 da parte della Cina Development Bank, seguita da una emissione di titoli garantiti da ipoteca da parte della Cina Construction Bank. I regolamenti iniziali richiedono l'approvazione del governo per ciascuna emissione e l'efficacia del blocco di investitori istituzionali di acquistare titoli ha fatto sì che il mercato abbia cominciato lentamente (Thurston, 2007).

Il segmento Corporate rimane il segmento di mercato delle obbligazioni meno sviluppato in Cina. Esso è molto più piccolo rispetto ai mercati delle obbligazioni societarie in altre economie emergenti asiatiche. Il mercato delle obbligazioni societarie è stato ostacolato dalla normativa frammentata, l'imposizione di criteri di politica industriale per il rilascio primario, le restrizioni sui tassi di interesse sulle questioni primarie, e la tolleranza molto limitata dei regolatori di rischio di default. Fino all'ultimo periodo, gli emittenti societari erano tenuti a ottenere garanzie bancarie sui loro obblighi bancari. Non sorprende, date queste limitazioni, che gli emittenti di obbligazioni sono stati in gran parte limitati alle grandi imprese statali.

Le autorità hanno da tempo riconosciuto l'importanza dello sviluppo del mercato delle obbligazioni societarie per diminuire la concentrazione del rischio di credito dal sistema bancario e per fornire gli strumenti necessari dalle compagnie di assicurazione e fondi pensione. La decisione nell'agosto 2007 di trasferire

L'autorità su questioni relative al mercato obbligazionario per le società quotate al CSRC rappresenta un passo importante in questa direzione. La CSRC ha indicato che i criteri di politica industriale precedentemente applicati ai problemi delle società quotate saranno eliminati e che le garanzie bancarie sui prestiti obbligazionari non sarà più necessaria. Tuttavia, un insieme completo di regole necessarie per l'emissione obbligazionaria è stata ritardata di alcuni mesi e, in parte come risultato, molto poche emissioni societarie sono state verificate entro la metà del 2008. Lo sviluppo del mercato delle obbligazioni societarie è stato nuovamente ostacolato quando le autorità fermarono le approvazioni di tutte le nuove emissioni tra settembre 2008 e giugno 2009 (China Economic Quarterly , 2009).

Sarà necessario un notevole progresso prima dello sviluppo di un mercato dei corporate bond. Le emissioni di obbligazioni da parte di società non quotate restano soggette all'approvazione del National Development and Reform Commission (NDRC). La NDRC avrà bisogno di allentare notevolmente le sue procedure ed armonizzarle con quelle applicate dalla CSRC se le imprese piccole e medie , le cui esigenze sono particolarmente grandi , vogliono ottenere l'accesso. Potrebbe anche essere dato consentendo alle banche commerciali di scambiare titoli nelle borse, dal momento che il miglioramento della loro governance, e i sistemi interni di supervisione regolamentare rendono il divieto tradizionale sempre più inutile . Ciò favorirebbe ulteriormente lo sviluppo del mercato delle obbligazioni societarie, migliorando l'integrazione degli scambi e i mercati secondari interbancari.

Un'ulteriore sviluppo di istituzioni di supporto e delle pratiche di mercato sarà anche necessaria (China Economic Quarterly, 2009). Le agenzie di rating sono fondamentali per garantire che i rischi delle obbligazioni siano adeguatamente conosciuti e valutati , ma il loro sviluppo è stato stentato dal requisito di una garanzia bancaria. Agenzie di rating del credito interno sono troppo dipendenti dalle aziende che valutano, compromettendo la credibilità dei loro giudizi. Sottoscrittori di obbligazioni hanno avuto incentivi limitati per comunicare le informazioni ai mercati perché non sono tenuti a fare un mercato dei titoli che

sottoscrivono . La distensione sulla partecipazione di agenzie di rating straniere, alle quali sono attualmente vietate nella maggioranza dei casi le valutazioni di imprese nazionali, potrebbe aiutare notevolmente nel miglioramento della qualità del settore.

2.10 L'evoluzione della struttura finanziaria in Cina

Dopo aver trattato delle principali riforme che sono state applicate al sistema finanziario cinese, in questo paragrafo si vuole analizzare la struttura di tale sistema concentrandosi sull'evoluzione nell'importanza relativa assunta dalle varie forme di finanziamento. I contributi di Allen in merito (2002, 2005, 2007) verranno ripresi considerando gli effetti sul sistema finanziario cinese provocati dalle riforme più recenti (infatti le analisi di Allen et al. (2005, 2007) risalgono al 2002 quando la riforma del mercato azionario doveva ancora essere applicata). Comparando l'analisi della Cina con quella degli altri paesi si basa su degli indici strutturali, utilizzando come metodo di calcolo quello proposto da Levine e Demirguc-Kunt, relativamente al campione studiato e classificato da La Porta. Procedendo con la stessa impostazione utilizzata da Allen e dei suoi collaboratori consideriamo innanzitutto una grandezza che fornisca informazioni relativamente alle dimensioni del mercato del credito bancario rispetto al mercato azionario dal punto di vista macroeconomico e relativamente al 2002 (Tabella 2.9A).

Tabella 2.9A. Confronto tra sistemi finanziari: bank-based vs. market based.

| | Ratios | Sistema anglosassone | Sistema francese | Sistema renano | Sistema scandin. | Media | Cina (2002) |
|---|-----------------------------|----------------------|------------------|----------------|------------------|-------|-------------|
| Indici di dimensione del sistema bancario e del mercato azionario | Bank credit ratio | 0,62 | 0,55 | 0,99 | 0,49 | 0,73 | 1,11 (0,24) |
| | Overhead cost ratio | 0,04 | 0,05 | 0,02 | 0,03 | 0,03 | 0,12 |
| | Market capitalization ratio | 0,58 | 0,18 | 0,55 | 0,25 | 0,47 | 0,32 |
| | Float ratio | 0,31 | 0,07 | 0,37 | 0,08 | 0,27 | 0,11 |

Fonte: Allen et al. (2005; 2007)

Tenendo presente questo scopo il credito bancario totale in rapporto al Pil (bank credit ratio) consente di affermare che il sistema bancario all'interno della struttura finanziaria cinese incide in modo significativo essendo addirittura maggiore dell'unità (1.11). Sorprende il fatto che risulti addirittura superiore rispetto a quello che nel campione considerato da La Porta et al. Viene calcolato per i "paesi di origine germanica" (0.99), e che, considerando ciò che è stato detto nel paragrafo due, dovrebbe essere emblematico per i cosiddetti bank-based systems.

A dimostrazione del fatto che più della metà dei prestiti bancari erogati dalle banche cinesi è stato a favore delle imprese statali (state owned enterprises:SOE) o delle imprese quotate (listed firms), se si osserva il dato relativo al credito erogato al cosiddetto hybrid sector il valore crolla (0.24).

La situazione viene capovolta se si considera invece il mercato dei capitali: la Cina registra infatti solo un ratio pari a 0.32 (32%) (capitalizzazione totale di borsa/Pil o market capitalization ratio). Esso risulta infatti essere tra i più bassi e ben inferiore della media osservata che è del 47%. Il valore scende inoltre all'11% se si dovesse considerare il flottante del mercato in rapporto al Pil (i.e. Float supply ratio). L'ultimo dato è particolarmente significativo in quanto, a differenza della capitalizzazione totale, il flottante è pari al valore delle azioni che vengono scambiate sul mercato.

Per trarre conclusioni sulla importanza relativa assunta dalle banche rispetto al mercato dei capitali all'interno del sistema finanziario è necessario che non ci si soffermi al semplice confronto tra i dati che calcolano il volume del credito totale erogato e la capitalizzazione totale di borsa (in rapporto al Pil), cioè sul fatto che la struttura sia bank-based piuttosto che market-based.

Estendiamo così l'analisi per considerare i cosiddetti "indici strutturali" (structure indices; cfr. Tabella 2.9B).

Tabella 2.9B. Indici di struttura

| | Ratios | Sistema anglosas-sonese | Sistema francese | Sistema americano | Sistema scandinavo | Media | Cina (2002) |
|---------------------|------------------------|-------------------------|------------------|-------------------|--------------------|-------|-------------|
| Indici di struttura | • structure activity | -0,76 | -2,03 | -1,14 | -1,83 | -1,19 | -2,10 |
| | • structure size | -0,10 | -1,05 | -0,77 | -0,69 | -0,55 | -1,24 |
| | • structure efficiency | -4,69 | -6,00 | -5,17 | -6,17 | -5,17 | -1,48 |

Fonte: Allen et al. (2005; 2007)

A tal proposito, se consideriamo l'indice che misura l'attività strutturale, calcolato considerando il logaritmo naturale del rapporto tra "float supply ratio"/ "bank credit ratio" e l'indice che misura la dimensione strutturale o "structure size" ottenuto a sua volta facendo il logaritmo naturale tra "market capitalization ratio"/ "bank credit ratio", la Cina si posiziona tra i paesi con i più bassi indici rispetto al campione considerato da La Porta et al. Essi sono infatti rispettivamente a (-1.07) e (-1.24).

Così si possono effettuare importanti conclusioni sulla predominanza del settore bancario rispetto al mercato azionario. Sia in termini di volume di acquisto, infatti, sia in termini di indici, la struttura del sistema finanziario cinese è stata governata dal ruolo delle banche e soprattutto da quelle pubbliche (i.e SOB).

Considerando alcune misure di efficienza relative al mercato del credito bancario si può notare come abbia delle performance del tutto insoddisfacenti: il rapporto tra le spese bancarie generali (overhead costs) e il totale dell'attivo bancario, se confrontato con quello degli altri paesi analizzati, è infatti più elevato (0.12). Inoltre, anche l'indice che esprime il valore dell'efficienza relativa del mercato finanziario rispetto all'attività bancaria, chiamato Structure Efficiency Index e calcolato facendo il Log "capitalization ratio" x "overhead costs ratio", assume un valore molto alto (-1.48) rispetto agli stessi indici degli altri paesi analizzati, dimostrando così che il mercato finanziario è più efficiente rispetto al mercato del credito bancario nell'allocazione delle risorse per effetto del costo dell'intermediazione presente in Cina.

Dalle ultime considerazioni, si vede come Allen e i suoi collaboratori abbiano chiaramente fatto emergere come il sistema finanziario cinese sia stato incentrato sul mercato del credito bancario, ma che esso sia poco efficiente. Bisogna considerare, inoltre, che il mercato azionario è ancora molto esiguo ma in termini di efficienza da' risultati migliori.

Come si può notare, l'approccio del "financial service view" considera il ruolo svolto dall'intero sistema finanziario piuttosto che quello delle banche e dei mercati finanziari, distintamente. Per questo motivo Allen e i suoi collaboratori nel 2005 ricavavano degli indici con il metodo di Levine (2002) riferiti allo sviluppo complessivo del sistema finanziario. Questi indici sono di tre tipi, a seconda che si riferiscano: alle dimensioni, allo sviluppo e all'efficienza.

Il finance-activity index, calcolato facendo il Log di "float supply ratio" x "private credit ratio" prende in oggetto il credito bancario riferito al finanziamento alle sole imprese appartenenti all'hybrid sector.

Il finance-size index invece viene ottenuto considerando il Log "total market capitalization ratio" x "private credit ratio". Analizzando il valore degli indici rispetto alla media si nota come essi siano piuttosto bassi, in particolare il finance size (-1.02). Per quanto riguarda l'efficienza dell'intero sistema finanziario, il finance efficiency index ottenuto facendo il Log "floating supply ratio"/ "overhead costs ratio" è anch'esso piuttosto basso e indica infatti che il sistema finanziario della Cina non è ancora sviluppato confrontato con gli altri paesi.

Tabella 9C. Indici di sviluppo finanziario

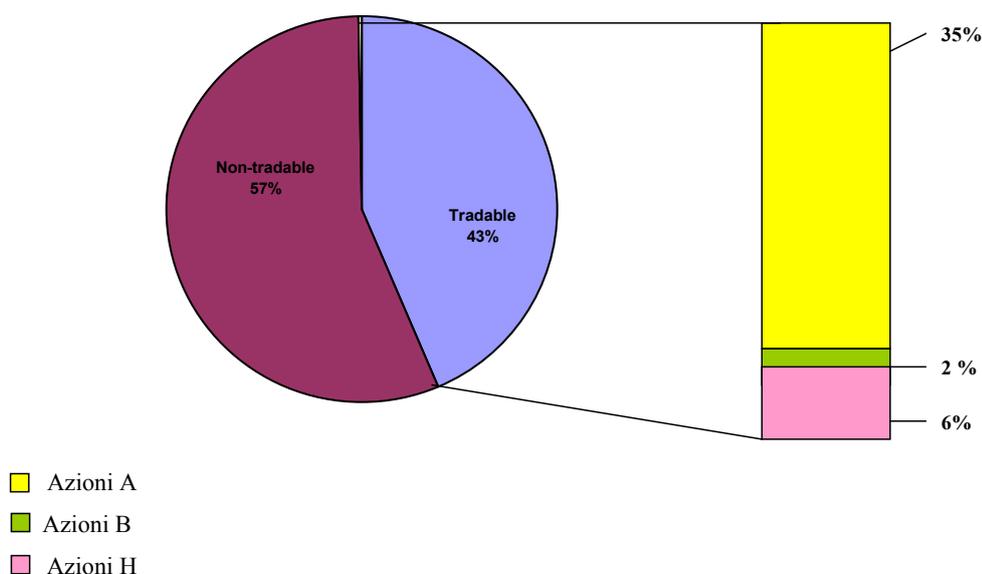
| | Ratios | Sistema anglosassone | Sistema francese | Sistema renano | Sistema scandinavo | Media | Cina (2002) |
|--------------------------------|----------------------|----------------------|------------------|----------------|--------------------|-------|--------------|
| Indici di sviluppo finanziario | • finance activity | -1,18 | -3,38 | -0,84 | -2,86 | -1,58 | -2,38 |
| | • finance size | 5,10 | 4,29 | 5,22 | 4,60 | 4,95 | -2,55 |
| | • finance efficiency | 2,18 | 0,44 | 2,85 | 1,04 | 2,01 | -0,60 |

Fonte: Allen et al. (2005; 2007)

Considerando il periodo successivo alla riforma del mercato azionario, ora con questi indici si è in grado di analizzare l'evoluzione avvenuta all'interno della

struttura del sistema finanziario cinese. Si è visto che in termini di capitalizzazione totale, nel 2006, l'HKSE è, da solo, sesto con un incremento del 62,6%; SHSE e SZSE sono ancora nelle ultime posizioni della lista ma segnano una variazione % rispetto al 2005 rispettivamente del 220,6% e del 97,1%. Nel giugno del 2006 le tradable shares/totale segnano un incremento pari al 43%.

Figura 2.6B. Tipologia di azioni quotate in Cina



Fonte: China Securities Regulatory Commission (CSRC) 6/2006 & <http://csrc.gov.cn>

Se si confrontano i dati relativi ai mercati azionari del 2002 e del 2006 si può vedere come questi ultimi assumano un'importanza crescente all'interno della struttura finanziaria cinese. Dopo la riforma del mercato azionario si può quindi constatare che sia in termini assoluti, come mostrato dalle tabelle 5-6 precedentemente mostrate, sia tenendo conto degli indici, la struttura finanziaria cinese stia evolvendo e si stia avvicinando verso un sistema più market-oriented.

Evoluzione della struttura finanziaria in Cina dal 1997 al 2006

Tabella 2.10A. Dimensioni del sistema bancario e del mercato azionario in rapporto al PIL

| Anni | Bank credit ratio | Capital. ratio | Float. ratio | Overhead/ tot. activity |
|---------|-------------------|----------------|--------------|-------------------------|
| 1997 | 0.95 | 0.24 | 0.07 | N.A |
| 1998 | 1.04 | 0.25 | 0.07 | 0.11 |
| 1999 | 1.10 | 0.30 | 0.10 | 0.12 |
| 2000/02 | 1.11 | 0.32 | 0.11 | 0.12 |
| 2003/05 | 1.17 | 0.39 | 0.12 | N.A |
| 2006 | 1.12 | 0.42 | 0.15 | N.A |
| | | | | |

Tabella 2.10B. Struttura del sistema finanziario

| Anni | Structure activity | Structure size | Structure efficiency |
|-----------|--------------------|----------------|----------------------|
| 1997 | - 2.60 | - 1.39 | N/A |
| 1998 | - 2.65 | - 1.42 | - 3.23 |
| 1999 | - 2.40 | - 1.23 | - 2.65 |
| 2000/2002 | - 2.31 | -1.24 | - 1.48 |
| 2003/05 | - 2.27 | - 1.09 | N/A |
| 2006 | - 2.10 | - 0.98 | N/A |

Tabella 2.10C. Sviluppo del sistema finanziario

| ANNI | Finance activity | Finance size | Finance efficiency |
|---------|------------------|--------------|--------------------|
| 1997 | - 4.22 | - 3.08 | NA |
| 1998 | - 4.14 | - 2.92 | - 1.98 |
| 1999 | - 3.72 | - 2.55 | - 1.95 |
| 2000/02 | - 2.38 | - 2.56 | - 0.60 |
| 2003/05 | - 1.96 | -2.36 | N/A |
| 2006 | -1.74 | -2.29 | N/A |

Fonte: IMF Financial Statistics & China Statistical Yearbook (Vari anni)

Le analisi appena fatte da un punto di vista macroeconomico possono acquistare maggior importanza se si considerano i dati relativi alla struttura finanziaria delle imprese cinesi, cioè all'utilizzo delle diverse fonti di finanziamento.

Le imprese cinesi infatti, come già anticipato, possono essere suddivise in: imprese del settore statale (state sector firms); imprese del settore privato quotate (listed sector firms); imprese private non quotate (hybrid sector firms).

Le prime due tipologie utilizzano come fonti di finanziamento maggiore per gli investimenti in capitale fisso: il credito bancario, la raccolta diretta di fondi (finanziamento interno (autofinanziamento), dall'emissione diretta di azioni ed obbligazioni, e dai finanziamenti degli enti locali (esclusi dal budget statale). Il finanziamento statale sta diminuendo di importanza nel corso degli ultimi anni, per effetto della privatizzazione di molte imprese. Il peso degli investimenti diretti esteri è relativo ed equiparabile a quello del settore statale anche se le stime segnalano che dovrebbe aumentare, tenendo conto che la Cina, avendo aderito al WTO nel 2001, sta diventando un'economia sempre più aperta.

L'incidenza del credito bancario inoltre è molto importante soprattutto per le imprese appartenenti allo state sector e al listed sector ma non per le imprese appartenenti all'hybrid sector (Tabella 2.9A).

La raccolta diretta di fondi utilizzando l'emissione di azioni ed obbligazioni distingue soprattutto le state sector firms e le listed sectors firms anche se hanno ammontari minori rispetto al finanziamento bancario (come abbiamo visto analizzando i dati a livello macroeconomico). È chiaro che l'autofinanziamento (internal finance) è molto significativo per le imprese appartenenti all'hybrid sector. Ciò non stupisce essendo queste ultime razionate sia sul mercato del credito che su quello azionario ed obbligazionario; le fonti interne spesso derivano dal finanziamento diretto dei fondatori della impresa o dai loro familiari.

Per specificare, nella fase di costituzione (seed) di imprese appartenenti all'hybrid sector, il finanziamento informale assume soprattutto la forma "angel finance" da parte di parenti e amici, inoltre un ruolo importante è svolto dal cash-flow (internal finance), da network di sostegno finanziario tra imprese, ma anche da forme di raccolta di fondi illegali quali hehui, biaohui, taihui. Questi canali risultano fondamentali per la sopravvivenza e lo sviluppo di questa tipologia di imprese.

2.11 Problematiche della struttura del sistema finanziario cinese

Come già anticipato dai paragrafi precedenti, il sistema finanziario cinese presenta molti aspetti di fragilità. Le riforme graduali che sono state applicate in questi anni non hanno, infatti, limitato che sorgessero problemi come: la fragilità finanziaria del settore bancario, la non-trasparenza nei mercati finanziari e un'insufficiente corporate governance per le imprese.

Per quanto riguarda la fragilità finanziaria del settore bancario, il problema più rilevante è la presenza di un ammontare elevato di prestiti insoluti (non-performing loans: NPLs) oltre che da una scarsa capitalizzazione delle maggiori banche. L'ingente ammontare dei prestiti in sofferenza si riferisce soprattutto ai finanziamenti concessi dalle big-four a favore delle imprese statali. Infatti, questi ultimi prestiti, sono stati concessi molto spesso più per motivi politici piuttosto che economici, accumulandosi nel corso degli anni. Alla base di questo processo c'è stato sicuramente il fatto che molte banche pubbliche hanno dovuto concedere prestiti ad imprese pubbliche che spesso erano loro azioniste, creando così una sorta di "fratellanza siamese" che ha impedito la realizzazione di un efficiente screening e monitoring nei confronti del debitore richiedente i fondi.

Allen et al. (2006), analizzando i dati dell'Asian Banker database evidenziano come, sia in rapporto all'intero ammontare dei nuovi prestiti, che in rapporto al Pil, la Cina presenta i ratios più elevati soprattutto nel periodo 2000-02.

Tabella 2.11. Prestiti in sofferenza (NPLs): in % Total Assets & (%GDP)

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|-------------|------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Cina | N/A | 2.0 (2.2) | 9.5 (10.6) | 18.9(24.9) | 16.9(22.7) | 12.6(15.2) | 14.4(11.0) | 11.5(10.7) |
| Hong Kong | 1.3 (3) | 4.3 (10.2) | 6.3 (13.9) | 5.2 (12.6) | 4.9 (12.9) | 3.7 (9.6) | n/a | n/a |
| India | N/A | 7.8 (1.6) | 7.0 (1.6) | 6.6 (1.6) | 4.6 (1.7) | 2.2 (0.8) | n/a (2.5) | n/a (2.2) |
| Indonesia | 0.3 (0.2) | 11.8 (4.6) | 8.1 (2.0) | 13.6 (3.2) | 9.9 (2.2) | 4.5 (0.9) | n/a (1.5) | n/a (2.1) |
| Japan | 2.7 (5.49) | 5.1 (10.8) | 5.3 (10.9) | 5.8 (11.5) | 9.2 (15.3) | 7.4 (12.8) | n/a (11.3) | n/a (7.3) |
| South Corea | 2.9 (5.1) | 4.8 (6.3) | 12.9 (12.9) | 8.0 (8.6) | 3.4 (3.4) | 2.5 (2.6) | n/a (1.9) | n/a (1.5) |
| Taiwan | 2.4 (3.2) | 3.0 (3.9) | 4.0 (5.7) | 5.2 (7.6) | 6.2 (9.4) | 4.1 (5.2) | n/a (7.7) | n/a (5.1) |

Fonte: Allen et al. (2007) & OECD China's Economic Survey (09/05)

Se si tiene conto del fatto che nello stesso periodo il Giappone ha dovuto far fronte, nel periodo considerato, ad una tra le più gravi crisi del sistema bancario che abbia mai registrato, questo risultato analizzato diventa ancora più significativo.

In termini di profittabilità (misurato in termini di ROE che di ROA) la Cina registra indici che sono tra i più bassi se confrontati con quelli degli altri paesi asiatici come vediamo dalla tabella 2.12.

Tabella 2.12. ROE & (ROA) del settore bancario.

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|-------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| Cina | 6.6 (0.21) | 4.0 (0.2) | 3.2 (0.18) | 3.9 (0.21) | 3.5 (0.20) | 4.16 (0.21) | n/a (0.27) |
| Hong Kong | 18.7 (1.8) | 11.0 (1.0) | 18.2 (1.6) | 18.8 (1.6) | 15.7 (1.4) | 15.6 (1.4) | n/a |
| India | 17.0 (0.9) | 9.7 (0.5) | 14.2 (0.7) | 10.9 (0.5) | 19.2 (0.9) | 19.6 (1) | n/a |
| Indonesia | -3.8 (-0.3) | n/a | n/a | 15.9 (0.3) | 9.7 (0.6) | 21.1 (1.4) | n/a |
| Japan | -18.6 (-0.6) | -19.2 (-0.7) | 2.7 (0.1) | -0.7 (0) | -10.4 (-0.5) | -14.5 (-0.6) | n/a |
| South Corea | -12.5 (-0.6) | -80.4 (-3.0) | -34.0 (-1.5) | -7.0 (-0.3) | 15.8 (0.7) | 13.1 (0.6) | n/a |
| Taiwan | 11.2 (0.9) | 9.5 (0.8) | 6.9 (0.6) | 5.1 (0.4) | 4.0 (0.3) | -5.2 (-0.4) | n/a |

Fonte: Allen et al. (2007) & OECD China's Economic Survey (09/05)

Questa situazione sta lentamente cambiando negli ultimi anni grazie a consistenti interventi di ricapitalizzazione delle banche, tuttavia rimane una forte preoccupazione da parte di molti osservatori internazionali.

Prendendo in considerazione i mercati finanziari in particolare quelli azionari, i cosiddetti Mainland, essi come si è cercato di mostrare in questo capitolo, stanno acquistando un peso crescente all'interno della struttura del sistema finanziario del paese, ma registrano ancora indici di concentrazione troppo bassi e di turnover troppo elevati (Tabella 2.6). Questo indica che vi sono ancora poche grandi imprese ed una consistente speculazione sul mercato azionario. Si deve inoltre osservare che i corsi azionari non riflettono correttamente i valori dei fondamentali delle imprese quotate per la scarsa o inefficace regolamentazione. Si verificano infatti sia problemi legati all'asimmetria informativa ex-ante (adverse selection) che a quella ex-post (moral-hazard). Sul primo aspetto, le imprese non statali appartenenti all'hybrid sector che cercano di quotarsi trovano spesso problematicità molto superiori rispetto alle imprese statali. Il processo che conduce alla sistemazione delle azioni sul mercato azionario è, difatti, particolarmente lento, costoso e sviluppato da un auditing poco indipendente da pressioni politiche.

Tutti questi aspetti conducono ad una vera e propria selezione avversa nei confronti delle imprese e al relativo fenomeno del razionamento azionario (equity-rationing) il quale ostacola molte imprese, che hanno buona profittabilità, di giungere alla quotazione.

In riferimento alle problematiche di moral hazard da parte dei managers pubblici, la poca trasparenza e la quasi totale inattuabilità di scalate da parte di potenziali concorrenti facilita la possibilità che vi siano spesso fatti opportunistici da parte degli stessi managers, con conseguenze distorsive in termini di efficienza economica.

Queste ultime analisi richiamano un' importante difficoltà presente nel sistema finanziario cinese: quella della corporate governance. Per le imprese quotate i procedimenti sono piuttosto deboli e limitati; le imprese quotate sono rette da un apparato organizzativo che si struttura su due livelli: il board of directors e il board of supervisors. Il problema più rilevante è che i membri di questi boards non sono eletti dagli azionisti, ma sono pubblici ufficiali selezionati dal governo a seguito di un processo ancora una volta poco limpido. Il governo in Cina svolge sia un compito da regolatore che di azionista di molte imprese quotate, oltre che di molte banche e istituti finanziari, producendo chiari conflitti di interesse che vanno

ancora una volta a danneggiare l'efficienza economica. Anche sul fronte legislativo la normativa societaria e di diritto fallimentare è stata ed è ancora oggi insufficiente. Infatti, nonostante la legge fallimentare sia stata promossa nel 1986, la prima legge che regola il diritto societario è entrata in vigore solo nel 1999.

Capitolo 3

Conseguenze delle riforme ed ulteriori proposte

3.1 E' in corso la riforma globale del sistema di credito rurale.

La Cina ha raggiunto risultati importanti negli ultimi decenni per quanto riguarda la qualità della vita della popolazione delle aree rurali. L'incremento dei risultati economici delle aree rurali ha permesso di affrontare in maniera consistente il problema della povertà rurale. Secondo un plafond stabilito a livello nazionale, nelle zone rurali le persone che vivono al di sotto del livello di povertà sono passate da circa 250 milioni nel 1978 a 21 milioni nel 2006 (fonte: ufficio nazionale di statistica della Cina, NBSC).

Questo considerevole risultato è stato raggiunto grazie alle riforme del settore agricolo, le quali hanno formato un sistema di produzione meno centralizzato, grazie alle riforme sociali, tra cui un allentamento del sistema hukou (l'hukou è il sistema di registrazione della popolazione cinese che stabilisce differenti diritti per cittadini delle aree rurali e per quelli delle aree urbane, in quanto i programmi per l'assicurazione sociale, il benessere sociale e l'assistenza sociale vengono finanziati a livello locale), l'emergere di imprese ed attività nuove nelle aree rurali, alcune riforme fiscali e il graduale aprirsi dell'economia cinese alla competizione globale.

Intorno al 2005, il sistema di credito rurale della Cina stava affrontando gravi difficoltà finanziarie. Le cooperative di credito rurale (RCC) - la spina dorsale del sistema - avevano un rapporto di NPL medio superiore al 30 % (OECD, 2005b). Esse erano ostacolate da strutture di proprietà incoerenti, da un governo debole e da povere capacità interne per valutare e gestire il rischio, oltre al fatto che erano soggette a pervasive interferenze politiche le quali aggravavano le problematiche (OECD, 2005b; Scott, 2006). Le banche commerciali erano in gran parte state ritirate dal credito rurale in risposta alla riforma del settore bancario. Le famiglie

rurali hanno avuto un accesso molto limitato al credito e una limitata conoscenza sui prodotti e servizi che erano disponibili (Asian Development Bank, 2007a). La situazione è stata aggravata dallo spostamento dei fondi del settore rurale in altri settori (Huang et al, 2006; OCSE, 2005b). Queste condizioni hanno aggravato l'accesso limitato del settore rurale al credito formale rispetto alle zone urbane: i prestiti pro capite nelle aree rurali sono stati solo CNY 5 500 (\$ 806) nel 2006 rispetto al CNY 40 000 (\$ 5 865) nelle aree urbane.

Le riforme sperimentali applicate alle cooperative di credito rurale iniziate nel 2003 in diverse province, sono state migliorate ed estese a livello nazionale in questi ultimi anni. Gli sforzi per migliorare la finanza rurale sono stati notevolmente ampliati al fine di sviluppare una serie di istituzioni commercialmente valide che possano soddisfare le esigenze eterogenee dei mutuatari rurali, dalla micro - finanza al finanziamento su larga scala per le infrastrutture. Come affermato in vari pronunciamenti del governo, le riforme finanziarie rurali comprendono i seguenti obiettivi specifici (People's Bank of China, 2007 e CBRC, 2009):

- Estensione delle riforme pilota della cooperativa di credito rurale a livello nazionale;
- Proseguimento e rafforzamento del ruolo chiave della China Development Bank nel finanziamento di infrastrutture rurali;
- Rafforzamento delle capacità della Agricultural Bank of China a sostegno dello sviluppo rurale e agricolo;
- Entrata di più diversificate fonti di capitale, compresi gli interessi privati e stranieri, di investire e sviluppare (a livello di contea) istituzioni finanziarie rurali locali;
- Sviluppo di istituzioni di micro-finanza, con l'assistenza delle organizzazioni non governative e imprese straniere di micro-finanza.

Sebbene non sia ancora completa, la riforma delle cooperative di credito rurale (RCC) ha fatto notevoli progressi dal 2005. Si tratta essenzialmente degli stessi passi compiuti nella riforma delle altre banche commerciali. La maggior parte delle RCCs considerate salvabili sono state o sono in procinto di essere trasformate in

banche (banche commerciali, rurali o banche cooperative rurali) e integrate con gli assetti proprietari e di governance paragonabili a quelli di altre banche commerciali. Le banche rurali sono state tenute ad adottare una riforma sulla valutazione del prestito, sulla classificazione dei prestiti, e su altri sistemi di gestione precedentemente affidati ad altre banche commerciali entro la fine del 2007. Le autorità, soprattutto attraverso la People's Bank of China, hanno fornito ingenti fondi per rimuovere o annotare le sofferenze delle RCC e per aumentare il loro capitale. Tuttavia, le istituzioni sono tenute a "corrispondere" l'assistenza finanziaria sollevando una pari quantità di capitale proprio e mediante l'attuazione delle riforme. Come risultato, la media rapporto NPL delle RCC era scesa al 9,3 % (in calo dal 37% del 2002) e la loro CAR era stata ripristinata al 11,2 % (People's Bank of China , 2007).

L'istituzione nel 2007 del Postal Savings Bank segna un passo potenzialmente importante per almeno ridurre il deflusso netto di fondi dall'economia rurale. La nuova banca sarà in grado di fare prestiti alla clientela rurale e potrebbe aumentare considerevolmente l'offerta dei crediti verso la clientela rurale. L'Agricultural Bank of China è anche in una posizione molto più forte per servire i clienti rurali successivi alla sua ricapitalizzazione e ristrutturazione.

I nuovi operatori nazionali e stranieri sono stati incoraggiati per migliorare la qualità delle istituzioni finanziarie rurali e ad aumentare la concorrenza. Nel 2006, le autorità hanno abbassato i requisiti minimi di capitale per gli istituti di credito rurale per facilitarne l'ingresso. Un certo numero di banche e imprese di micro-finanza estera hanno istituito prestiti rurali alle joint-venture con partner cinesi. Hong Kong e Shanghai Banking Corporation è diventata la prima banca straniera a stabilire una filiale di prestito rurale in Cina (provincia di Hubei) nel dicembre 2007. Questi nuovi entranti in forma aggregata sono molto piccoli ed è improbabile che gli investitori stranieri otterranno alcuna quota importante del mercato. Tuttavia, essi possono avere un impatto positivo più ampio, fornendo esempi di pratiche nuove e migliorate.

La maggiore dipendenza del programma attuale sulla creazione di istituti di

credito rurale commercialmente vitali (anziché sovvenzioni e mandati ufficiali, anche se questi non sono completamente scomparsi) e l'enfasi sullo sviluppo di una gamma di istituzioni dal molto piccolo al molto grande rappresentano un significativo miglioramento rispetto al passato. Tuttavia tale riforma è un compito enorme (in qualsiasi paese), e ci sono una serie di domande su come saranno efficaci le nuove misure della Cina. Come notato sopra, vi sono indicazioni che le decisioni creditizie continuino ad essere guidate da mandati non commerciali, politici o di altro genere. Inoltre, poichè i singoli istituti di credito rurale sono generalmente confinati in un'area geografica limitata, la concorrenza è spesso limitata, nonostante il gran numero di istituzioni.

3.2 Liberalizzazione del sistema finanziario e i rischi annessi

Gli studiosi economici cinesi realizzarono molti ma gradualmente passi verso l'apertura del mercato finanziario al capitale straniero. Il processo di liberalizzazione del settore finanziario cinese è stato oggetto di numerosi dibattiti nel tempo e recentemente i sostenitori della liberalizzazione stanno ottenendo dei successi. Il graduale progresso di liberalizzazioni è stato incrementale ma è stato accelerato con il passare degli anni a dispetto degli alti rischi che può comportare. La crisi giapponese degli anni '90, l'enorme crisi asiatica del 1997 e l'ancora irrisolta crisi statunitense ed europea del 2007, fatti altamente negativi per i sostenitori della liberalizzazione finanziaria, non hanno provocato scoraggiamenti poiché essi sono convinti che la Cina sia immune da crisi.

Infatti grazie al controllo dei capitali che la Cina esercitava, agli alti limiti imposti alla proprietà finanziaria straniera, nonché all'assenza di fondi altamente speculativi (vietati), essa non ha subito gravi conseguenze con le precedenti crisi.

Tuttavia, anche se i controlli finanziari di natura statale hanno portato ad effetti salutari, l'élite liberalizzatrice cinese sostiene la liberalizzazione finanziaria in quanto:

- Con l'ingresso di banche straniere si aumenterà l'efficienza, diminuiranno gli episodi di corruzione, favoriranno l'integrazione della Cina nelle reti finanziarie internazionali e, in generale, aggiorneranno le pratiche e l'organizzazione finanziarie cinesi.

- La proprietà straniera delle banche avverrà in partnership e sotto il controllo statale e dovrà sottostare alla legge cinese ed essere al servizio dell'interesse nazionale.
- Con l'investimento all'estero la Cina potrà assicurare la propria catena di fornitura di energia vitale, materie prime e cibo e ridurre il proprio surplus commerciale e le pressioni politiche provenienti dagli altri paesi (USA e UE).

Con la liberalizzazione finanziaria in Cina sono aumentati tuttavia i rischi derivanti dalla finanza internazionale e dalla volatilità del mercato: le quotazioni cinesi nelle borse straniere infatti saranno soggette ai rischi dell'investor contagion, ad improvvise depressioni nei mercati esteri. La liberalizzazione inoltre ha portato all'interno della Cina una bolla speculativa con il valore azionario che è cresciuto in due anni di circa il 200%, senza una corrispettiva crescita dei rendimenti delle stesse aziende.

Il prezzo ed il tasso di remunerazione delle azioni si trova ad un valore che è quattro volte superiore rispetto a quello considerato ragionevole. Si prevede che la bolla presto esploderà e molti investitori perderanno i propri risparmi.

L'abbattimento delle barriere all'entrata di investitori stranieri ne ha aumentato la presenza all'interno del mercato dal punto di vista quantitativo ma potrebbe comportare nel tempo cambiamenti qualitativi. C'è un'elevata probabilità che la perdita di quote sugli investimenti stranieri spinga ulteriormente il capitale straniero a muoversi con dei propri procuratori cinesi del posto. Anche se ciò non è ora un problema importante, potrebbe diventarlo in futuro se le politiche di liberalizzazione nel tempo verranno applicate anche ad altri settori.

Il fatto è che il capitale finanziario straniero ha i fondi, il potere organizzativo ed il comando sul mercato per mettere fuori competizione le banche cinesi locali ed i banchieri in qualsiasi "mercato aperto".

La crescita industriale cinese viene messa a repentaglio dal processo di liberalizzazione sui flussi di capitali in entrata e in uscita. Nel momento in cui il capitale finanziario cinese specula sui fondi derivanti dal surplus d'esportazioni cinese ed acquista strumenti finanziari rischiosi, milioni di persone saranno soggette a livelli più elevati di insicurezza economica. Nello stesso tempo però

centinaia di milioni di persone, escluse dai circoli finanziari interni, continuano a subire le conseguenze di salari bassi e degli alti costi della sanità e dell'educazione privatizzate. La classe media e quella alta cinese si possono permettere il lusso di giocare in borsa i propri redditi o convertire i propri risparmi in conti offshore, ma vi è la gran parte della popolazione rappresentata da lavoratori e da contadini cinesi, i quali rappresentano la spina dorsale della sostenuta crescita cinese, che soffrono le conseguenze dell'alta volatilità di tali capitali dovuta all'irrazionale comportamento degli speculatori di borsa.

3.3 Il sistema finanziario si sta sviluppando internazionalmente.

La partecipazione della Cina nel sistema finanziario internazionale è cresciuta notevolmente negli ultimi dieci anni a causa del suo sviluppo economico e della sua adesione all'WTO. Le istituzioni finanziarie estere hanno acquisito un significativo, anche se ancora piccolo, punto d'appoggio nel settore bancario della Cina, nell'assicurazione, e nei settori mobiliari. Molte delle banche cinesi a livello nazionale hanno avuto filiali e uffici all'estero dal 1990 e negli ultimi anni le grandi banche di assicurazioni, e una serie di titoli di aziende hanno notevolmente intensificato la loro espansione nei mercati esteri attraverso acquisizioni o investimenti strategici. La creazione, nel settembre 2007, di un fondo sovrano, la China Investment Corporation, per investire parte delle enormi riserve valutarie cinesi, ha aumentato ulteriormente la presenza finanziaria della Cina nei mercati internazionali. Inoltre sono stati fatti di recente alcuni passi per internazionalizzare il renminbi: la PBoC ha firmato accordi di swap in valuta con diverse controparti estere e nel luglio 2009 ha annunciato un programma pilota per consentire il regolamento delle transazioni commerciali internazionali in renminbi; inoltre, nel settembre 2009 il Ministero della Finanze ha annunciato che per la prima volta avrebbe emesso obbligazioni renminbi a Hong Kong.

Tuttavia, il regime di controllo dei capitali della Cina rimane relativamente restrittivo rispetto alle economie emergenti in generale (Kimbell e Xiao, 2006). Quasi ogni categoria di flusso è soggetta a dei massimali. Gli investimenti diretti esteri (FDI) sono più liberalizzati e le società a partecipazione estera sono

relativamente libere di rimpatriare i profitti, liquidare le loro partecipazioni e portarli in fondi aggiuntivi. Tuttavia, il modello di restrizioni è simile a quello di molte altre economie emergenti.

3.4 Le strategie per l'apertura sono state stabilite, ma il processo continua ad essere molto graduale.

La Cina ha raggiunto la piena convertibilità dei conti correnti nel 1996 ed è da tempo impegnata ad ultimare la convertibilità del capitale. Tuttavia, sulla scia della crisi finanziaria asiatica del 1997, le autorità hanno adottato un approccio piuttosto cauto ed una graduale apertura. La liberalizzazione da allora sembra essere stata guidata dalla Cina per aprire il sistema finanziario alle partecipazioni straniere e dalla necessità di permettere alle imprese nazionali la flessibilità in operazioni in valuta estera necessarie per le loro crescenti attività internazionali. Le riforme sono state introdotte gradualmente in funzione di riforme finanziarie nazionali per assicurare che le istituzioni finanziarie cinesi avessero la capacità di gestire i rischi di operazioni transfrontaliere prima di essere autorizzate a farlo. Nessuna data è stata ufficialmente indicata per la piena convertibilità.

L'adozione nel 2002 del programma Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) è stato il primo passo importante verso la liberalizzazione dei movimenti di capitale di portafoglio. Il programma permette ad un numero limitato di investitori istituzionali esteri di investire in fondi di attività finanziarie nazionali, fatte salve i limiti delle quote per ciascuna istituzione, nonché l'importo complessivo (CSRC , 2009).

L'introduzione nel 2006 del programma Qualified Domestic Institutional Investor (QDII) per consentire alle istituzioni finanziarie nazionali di investire all'estero rappresenta un ulteriore passo importante per ampliare la liberalizzazione dei capitali della Cina. Mentre la struttura è simile al programma QFII, il QDII, si è ampliato più rapidamente sia in dimensioni sia nella portata. Gli investimenti sono stati inizialmente limitati a strumenti a reddito fisso, ma nel 2007 questo è stato

ampliato per includere azioni. Gli investimenti sono stati concentrati in strumenti negoziati sulla borsa di Hong Kong. Nel settembre 2009, un totale di 56 istituzioni aveva ottenuto le licenze QDII e il totale autorizzato globale ammontava a 55,9 miliardi di dollari. Tuttavia, le autorità sembrano essere state interessate da perdite subite da investitori cinesi sotto il QDII durante la recessione globale e di recente hanno interrotto nuovi permessi.

Con l'avvento del programma QDII, le autorità hanno iniziato ad allentare i vincoli sugli investimenti esteri da altre istituzioni finanziarie nazionali e privati. Le compagnie di assicurazione sono ora autorizzate ad investire fino al 15 % del loro patrimonio in titoli esteri selezionati.

3.5 Il processo di liberalizzazione potrebbe essere accelerato.

La Cina è in fase avanzata nello stabilire le condizioni macroeconomiche per la liberalizzazione dei capitali. Sia il deficit di bilancio e il debito pubblico sono moderati in rapporto al PIL e le pressioni inflazionistiche sono state contenute. Il grande conto corrente e le eccedenze della bilancia dei pagamenti hanno generato tensioni sulla politica monetaria interna e pressioni al rialzo sul tasso di cambio (OECD, 2010), ma sono meglio affrontate attraverso una maggiore flessibilità dei tassi di cambio piuttosto che attraverso controlli sui capitali. Il debito estero è moderato e le grandi riserve di valuta estera forniscono un notevole cuscinetto contro anche i grandi deflussi di capitali improvvisi.

Il controllo sul capitale sembra essere stato abbastanza efficace per evitare gravi perdite subite dalle istituzioni finanziarie nazionali e dalle grandi imprese da operazioni in valuta estera non autorizzate. Il regime di controllo ha dato anche alle autorità monetarie notevole libertà di variare i tassi di interesse interni indipendentemente da quelli all'estero, nonostante la limitata flessibilità del tasso di cambio (Ma e McCauley, 2007 e Cheung et al, 2006).

Tuttavia, l'esperienza internazionale indica che i controlli sui capitali, in particolare sui deflussi, sono quasi inevitabilmente sottoposti ad una rilevante

evasione (Kar e Cartwright - Smith, 2008). Nel caso della Cina, le opportunità di false dichiarazioni dei flussi attraverso canali legali e l'evasione vera e propria sono notevolmente rafforzate dalla vicinanza e dagli stretti legami tra la Cina continentale e Hong Kong. La Cina ha vissuto grandi deflussi di capitali non registrati durante la fine del 1990 e agli inizi del 2000, spinto in parte dal rallentamento dell'economia e dalla possibilità di una svalutazione del renminbi sulla scia della crisi asiatica del 1997. Questi deflussi non dichiarati sono stati invertiti per diventare afflussi dichiarati. L'esecuzione di controlli sui capitali rischia di diventare sempre più difficile in quanto il sistema finanziario cinese diventa sempre più sofisticato e il coinvolgimento delle imprese cinesi nei mercati internazionali aumenta.

I vincoli più importanti sul processo di liberalizzazione del movimento dei capitali della Cina sono le insufficienti capacità delle istituzioni finanziarie nazionali e delle imprese non finanziarie di gestire prudentemente i rischi di operazioni transfrontaliere e la scarsa capacità delle autorità di vigilanza di controllare le esposizioni esterne in misura sufficiente a contenere il rischio sistemico. Mentre la discussione preliminare ha indicato che queste funzionalità sono notevolmente migliorate negli ultimi anni, sono ancora tuttora in via di sviluppo e la loro efficacia deve ancora essere testata. Ciò suggerisce che un approccio graduale è ancora preferibile ad una completa liberalizzazione.

Tuttavia, una più rapida liberalizzazione dei capitali avrebbe portato benefici tangibili e potrebbe essere raggiunta senza un grave rischio per la stabilità finanziaria o macroeconomica. La riduzione della portata dei controlli di capitale ridurrebbe gli incentivi per l'evasione, contribuendo a ridurre inesattezze e, potenzialmente, migliorare la capacità delle autorità di far rispettare i limiti rimanenti e di monitorare l'esposizione dell'economia nazionale per il tasso di cambio e altri rischi esterni.

Il programma QFII potrebbe essere ampliato considerevolmente aumentando la quota globale del doppio del livello attuale. Le attuali restrizioni sul rimpatrio e la discriminazione tra i tipi di investitori potrebbe anche essere eliminato senza

rischi gravi. Tali misure potrebbero migliorare significativamente il supporto dell'investitore istituzionale per lo sviluppo del mercato dei capitali e non devono aggiungere più moderazione ai già grandi afflussi di capitali che la Cina sta vivendo.

La Cina ha registrato importanti risultati dal 2005 per ripristinare la solvibilità finanziaria del sistema bancario e delle società di titoli, stabilendo una base più solida per lo sviluppo del mercato dei capitali, e migliorando il quadro giuridico e normativo e le capacità delle autorità di regolamentazione. Rispetto a cinque anni fa, le istituzioni finanziarie sono molto più sviluppate finanziariamente e hanno migliorato la capacità di funzionare con prudenza e con profitto.

Il progresso futuro dipenderà sempre di più da ampie riforme economiche. Il contesto macroeconomico ha sostenuto le riforme finanziarie durante il periodo di alta crescita, ma recentemente è diventato più problematico. La possibilità di un aumento delle sofferenze dalla recente rapida espansione degli impieghi è forse il rischio più significativo a breve termine per il miglioramento dei profitti e dei bilanci delle istituzioni finanziarie. Le norme prudenziali sono ora molto più strettamente allineate con quelle dei paesi OCSE, ma alcuni di essi possono avere bisogno di essere rafforzate ulteriormente per affrontare i rischi specifici derivanti dallo sviluppo della Cina.

Vi sono in programma una serie di riforme nel breve-medio termine:

- Gli sforzi attivi dalle autorità per promuovere un maggiore controllo privato delle istituzioni finanziarie potrebbe contribuire a migliorare le capacità del sistema finanziario per servire il settore privato e per eliminare le interferenze da enti pubblici, in particolare dei governi locali, nelle decisioni di prestito. Occorre prendere in considerazione di richiedere alle autorità locali di ridurre le loro quote di partecipazione nelle banche commerciali per un periodo ragionevole.

- Oltre a promuovere un maggiore controllo privato, aumentare i massimali di investimenti esteri in banche e altre istituzioni finanziarie potrebbe contribuire a migliorare la loro governance, la gestione e le capacità tecniche.
- L'istituzione di un sistema di assicurazione dei depositi formale per le banche commerciali entro i prossimi anni è la chiave. Sarebbe utile uniformare la possibilità di concorrenza tra le banche più grandi e più piccole e chiarire l'impegno delle autorità a sostegno di tali istituzioni.
- Le risorse per l'esecuzione da parte delle autorità finanziarie devono essere aumentate per garantire che esse siano in grado di tenere il passo con lo sviluppo del mercato e con l'innovazione. Rafforzare la capacità della CBRC di condurre esami annuali in loco di una porzione maggiore di banche commerciali contribuirebbe ad accelerare l'attuazione delle riforme bancarie.
- La priorità dovrebbe essere data non solo al miglioramento della qualità complessiva delle società quotate, ma anche per aumentare la loro diversità. Le imprese private devono essere meglio rappresentate nei nuovi elenchi.
- Sarà necessario un allineamento dei criteri per questioni di obbligazioni societarie da parte di imprese non quotate con le norme e le procedure per le società quotate previste dalla CSRC per completare le basi per uno sviluppo sostenibile del mercato.
- Occorre prendere in considerazione per accelerare la liberalizzazione dei movimenti di capitale i controlli sui flussi di portafoglio. Il rapido sviluppo del programma QDII è un buon passo in questa direzione. Il programma QFII potrebbe essere ampliato ulteriormente nel breve termine.

- Consentendo alle imprese che investono all'estero e alle istituzioni finanziarie l'emissione nei mercati delle loro obbligazioni o azioni sarebbe promuovere lo sviluppo del mercato dei capitali senza pregiudizio per altri obiettivi politici.

Conclusion

Grazie all'analisi condotta in questo lavoro si nota nel caso della Cina l'assenza del nesso di causalità tra lo sviluppo finanziario e la crescita dell'economia in quanto, fino agli anni '90, la crescita ha avuto come supporti finanziari il credito bancario e le risorse pubbliche.

È con gli ultimi anni che vi è stato un abbassamento delle distorsioni e delle carenze che caratterizzavano il settore finanziario. Si può quindi affermare che si è instaurato un nesso causale tra la crescita e la finanza. Tuttavia è ancora da verificare se lo sviluppo e il consolidamento del settore finanziario potrà consentire a sua volta il mantenimento del trend positivo dell'economia cinese. A questo punto infatti non si intende accrescere in termini percentuali il tasso di incremento del PIL quanto di mantenere ed estendere lo sviluppo raggiunto nelle aree sud-orientali all'intera economia, e di diffondere lo sviluppo ai diversi settori e comparti del sistema economico.

Inoltre, come è stato evidenziato in questo lavoro, una caratteristica importante della Cina nell'attuazione delle riforme del sistema finanziario è stato l'approccio graduale seguito. Queste sono state adottate in modalità e tempistiche differenti e hanno modificato prima il sistema bancario poi il mercato azionario ed infine stanno caratterizzando i mercati finanziari in senso lato a seguito della adesione del paese al WTO.

Questo processo graduale di riforma, se si considera solo dal punto di vista teorico, a mio parere si può ricondurre all'analisi condotta da Tadesse (2002,2005) la quale è stata mostrata nel secondo capitolo, secondo cui la struttura finanziaria di un paese non deve essere esaminata in modo statico poiché essa dipende da un insieme di fattori specifici che bisogna necessariamente considerare. Infatti, qualora un paese presenti una situazione dove i sistemi istituzionali e legali risultino essere poco sviluppati, abbia elevati problemi informativi e presenti una struttura industriale fondata principalmente sulle imprese tradizionali (tutti aspetti evidenti in un paese emergente come la Cina) la migliore strada da perseguire è quella di rafforzare prima un sistema finanziario bank-based e, solo

quando i fattori specifici sopra elencati sono ottimizzati, spingere verso l'ulteriore sviluppo dei mercati finanziari.

C'è da aggiungere che il processo di riforma graduale applicato, pur avendo assicurato una certa stabilità macroeconomica alla Cina, non ha evitato il nascere di gravi problematiche riguardanti la fragilità finanziaria del settore bancario e la corporate governance per le imprese le quali dovranno essere risolte al più presto.

Nonostante trent'anni di riforme finanziarie, il settore finanziario cinese è ancora in attesa di un'ampia e significativa trasformazione.

Le riforme bancarie devono essere completate. Le banche cinesi hanno fatto progressi importanti nel corso degli ultimi decenni. Tuttavia, gran parte dei miglioramenti erano più formali che sostanziali. Ad esempio, i consigli di amministrazione sono stati istituiti in molte banche dopo la quotazione pubblica. Ma le decisioni principali sono ancora prese dalle riunioni del comitato del partito, non dai consigli di amministrazione.

La Cina, inoltre, dovrebbe raggiungere una struttura finanziaria più equilibrata tra le banche, le azioni e le obbligazioni. Il settore finanziario cinese è ancora dominato dal settore bancario. Nel 2010, le attività bancarie rappresentavano oltre il 200 per cento del PIL. La capitalizzazione di borsa era pari al 80 per cento del PIL. I mercati obbligazionari sono stati anche poco sviluppati. Mentre le banche sono utili per lo sviluppo economico, il finanziamento diretto gioca diversi ruoli nella redditività e nella condivisione del rischio tra debitori e investitori. Probabilmente è utile per ottenere una struttura più equilibrata tra le banche e i mercati finanziari, in particolare attraverso un rapido sviluppo dei mercati delle obbligazioni societarie.

La Cina dovrebbe probabilmente anche accelerare la sua liberalizzazione dei movimenti di capitale. I controlli nei movimenti di capitale hanno contribuito a proteggere l'economia cinese da shock esterni in passato. Ma l'economia è già così aperta che è sempre più difficile mantenere tali controlli. Allo stesso tempo, tali controlli iniziano a imporre costi gravi sull'efficienza economica. Gli altri controlli nei movimenti di capitale si possono suddividere in tre aree principali: investimenti diretti all'estero, di finanziamento del debito e investimenti di portafoglio. Con il graduale miglioramento delle istituzioni finanziarie nazionali, è

il momento per la Cina di alzare gradualmente le restrizioni nelle prime due aree. Le restrizioni nella terza area, investimenti di portafoglio, possono continuare per un po', ma le autorità potrebbero aumentare gradualmente la quota totale e, allo stesso tempo, allentare le restrizioni.

Dopo la crisi finanziaria globale, c'è stato un crescente compiacimento e fiducia verso il settore finanziario cinese. Alcuni esperti hanno iniziato a discutere sul successo riscosso del 'modello cinese'. Questo è un errore. La Cina è sfuggita alla grave crisi grazie ai controlli sui movimenti di capitale, non a causa di sane istituzioni finanziarie nazionali. Il fatto che molte istituzioni finanziarie cinesi ora si classificano tra le prime al mondo non è dovuto alla loro qualità, ma a causa del crollo dei mercati azionari esteri. La crisi finanziaria globale potrebbe aver dimostrato che il sistema occidentale ha le sue carenze. Ma il settore finanziario cinese ha ancora una lunga strada da percorrere in termini di riforma e di liberalizzazione.

Bibliografia

Ahn, J. and D. Cogman (2007), "A Quiet Revolution in China's Capital Markets", Perspectives on Corporate Finance and Strategy, McKinsey&Company.

Allen F. – Quian J. – Quian M. (2005) « Law, Finance and Economic Growth in China" Journal of Financial Economics 77, pp. 57-116. Allen F. – Chui M.K. – Maddaloni A. (2004) " Financial Systems in Europe, the USA, and Asia", Oxford Review of Economic Policy, vol. 20, n. 4, pp. 490-508.

Allen F.- Quian J. – Quian M. (2002) « Comparing China's Financial System », Wharton Financial Institute Center, Working Paper n. 04-16. Allen F. – Gale D. (1999), Comparing Financial Systems, Cambridge University Press, MA, MIT Press.

Allen F.- Quian J.- Quian M. (2007) "China's Financial System: Past, Present and Future" Wharton Financial Institute Center, Working Paper n. 05-17, forthcoming in China's Great Economic Transformation edited by T. Rawski and L. Brandt, Cambridge University Press.

Asian Development Bank (2007a), *Rural Finance Reforms and Development of Microfinance Institutions in the People's Republic of China*, December

Assessment of Poverty and Inequality in China, Washington DC. Zhou, N., M. Levine and L. Price (2009), "Overview of Current Energy-Efficiency Policies in China",

Assistance Report. World Bank (2009), *From Poor Areas to Poor People: China's Evolving Poverty Reduction Agenda: An*

Cao, J., M. Ho, and D. Jorgenson (2009), "The Local and Global Benefits of Green Tax Policies in China", *Review of Environmental Economics and Policy*, Vol. 3, No. 2.

Chamon, M. and E. Prasad (2008), "Why Are Saving Rates of Urban Households in China Rising?", *NBER Working Papers*, No. 14546.

Cheung, Y.-W., D. Tam, and M. Yiu (2006), *Does the Chinese Interest Rate Follow the US Interest Rate?*, Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper 19/2006.

China Banking Regulatory Commission (2009), Annual Report, 2008.

China Banking Regulatory Commission (2009), *Annual Report, 2008*.

China Economic Quarterly (2009), Debt to be Proud of, Vol. 13, No. 3.

China Securities Regulatory Commission (2008b), China Capital Markets Development Report.

China Securities Regulatory Commission (2009), *Annual Report, 2008*.

Cui, L., C. Shu and X. Su (2009), "How Much Do Exports Matter for China's Growth?", Hong Kong Monetary Authority, *China Economic Issues*, No. 1/09.

Dobson, W. and A. Kashyap (2006), "The Contradiction in China's Gradualist Bank Reforms", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2.

Energy Policy, forthcoming. Zhu, K. and J. Riedinger (2009), "Rural China's Nascent Land Market", *China Business Review*, US-China

Environmental Protection", *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, Vol. 14, No. 1. World Bank (2007), *The Urban Development Investment Corporations (UDICs) in Chongqing, China*, Technical

Feng J., L. He and H. Sato (2009), "Public Pension and Household Saving: Evidence from China", *BOFIT Discussion Papers*, No. 2/2009.

Feng, X. (2006), "Irrational Exuberance and Stock Market Valuations: Evidence from China", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 29, No. 2.

Ferri, G. (2009), "Are New Tigers Supplanting Old Mammoths in China's Banking System? Evidence from a Sample of City Commercial Banks", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, No. 1.

Firth, M., C. Lin, P. Liu and S. Wong (2009), "Inside the Black Box: Bank Credit Allocation in China's Private Sector", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, No. 1.

García-Herrero, A., S. Gavila and D. Santabárbara (2006), "China's Banking Reform: An Assessment of its Evolution and Possible Impact", *CESIFO Economic Studies*, Vol. 52, No. 2.

Herd, R., B. Cournède and D. Sutherland (2004), *Sustainable Development in OECD Countries: Getting the Policies Right*, OECD Publishing, Paris.

Huang, J., S. Rozelle and H. Wang (2006), "Fostering or Stripping Rural China: Modernizing Agriculture and Urban to Rural Capital Flows", *The Developing Economies*, Vol. 44, No. 1.

IEA (2009), *Energy Balances of Non-OECD Countries, 2009 Edition*, Paris.

Kar, D. and D. Cartwright-Smith (2008), *Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2002-2006*, Global Financial Integrity.

Kimbell, D. and F. Xiao (2006), "Effectiveness and Effects of China's Capital Controls", Paper presented to the conference on *WTO, the Asian Economies and China*, IV, Beijing, June.

Koopman, R., Z. Wang and S.-J. Wei (2008), "How Much of Chinese Exports is Really Made In China? Assessing Domestic Value-Added When Processing Trade is Pervasive", *NBER Working Papers*, No. 14109.

Kudrna, Z. (2007), "Banking Reform in China: Driven by International Standards

and Chinese Specifics”, Tiger Working Papers, No. 107.

Levine R. (1997) “ Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, , 35 pp. 688-726.

Levine R. (2002) “ Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better?” *Journal of Financial Intermediation*, 11 pp. 1-30.

Ma, G. and R. McCauley (2007), “Do China’s Capital Controls Still Bind? Implications for Monetary Autonomy and Capital Liberalisation”, *BIS Working Papers*, No. 233.

McKinsey Global Institute (2006), *Putting China’s Capital to Work: the Value of Financial System Reform*.

OECD (2005), *OECD Economic Survey of China*, OECD, Paris.

OECD (2005b), *Economic Survey of China*, Paris.

OECD (2006), *Challenges for China’s Public Spending: Toward Greater Effectiveness and Equity*, Paris.

OECD (2008), *OECD Reviews of Innovation Policy, China*, Paris.

OECD (2009), *The Economics of Climate Change Mitigation, Policies and Options for Global Action Beyond 2012*, Paris.

OECD (2010), *Economic Survey of China*, Paris.

People’s Bank of China (2007), *Monetary Policy Report*, fourth quarter.

People’s Bank of China (2007), *Monetary Policy Report*, fourth quarter.

Puga, D. and D. Trefler (2010), “Wake Up and Smell the Ginseng: International Trade and the Rise of Incremental Innovation in Low Wage Countries”, *Journal of Development Economics*, Vol. 91, No. 1.

Riedinger, J. and V. Yadav (2009), “The Impact of Legal Changes on Land Market Activity in China”, mimeo,
http://siteresources.worldbank.org/INTIE/Resources/Riedinger_Yadav_paperRev.docx.

Schmidt-Hebbel, K., S.B. Webb and G. Corsetti (1991), “Household Saving in Developing Countries: First Cross-Country Evidence”, *Policy Research Working Paper Series*, No. 575.

Scott, D. and W. Jun (2006), “Developments and Prospects for Rural Finance in China”, *Stanford Center for International Development Working Papers*, No. 292.

Shen, Z., H. Liao and T. Weyman-Jones (2009), “Cost Efficiency Analysis in Banking Industries of Ten Asian Countries and Regions”, *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, Vol. 7, No. 2.

Sun, M. (2009), *Asia Weekly Monitor*, Nomura Securities, Hong Kong, October. Vennemo, H., K. Aunan, H. Lindhjem and H. Seip (2009), "Environmental Pollution in China: Status and

Tadesse S. (2002) "Financial architecture and Economic Performance: International Evidence", *Journal of Financial Intermediation*, 5, pp. 57-65.

Tadesse s. (2005) "Perspectives on Financial Integration and Financial System Architecture in Emerging Countries", *The University of South Carolina, William Davidson W.P.* n. 449.

Thurston, T. (2007), "China's Money Markets: Policies and the Banks", in S. Neftci and M. Ménager-Xu(eds), *China's Financial Markets: an Insider's View of How the Markets Work*, Elsevier.

Trends", *Review of Environmental Economics and Policy*, Vol. 3, No. 2. Wang, Q. and Y. Chen (2010), "Energy Saving and Emission Reduction Revolutionizing China's

Yeung, G. (2009), "How Banks in China Make Lending Decisions", *Journal of Contemporary China*, Vol. 18, No. 59.