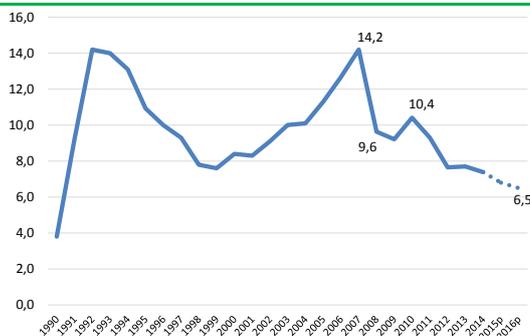


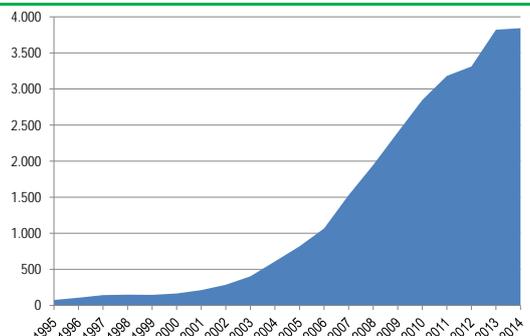
focus

settimanale del Servizio Studi BNL

La crescita del Pil
(volumi; var. % a/a)



Riserve valutarie
(in mld \$, a fine periodo)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FMI e BNP Paribas

Fonte: SAFE e People's Bank of China

La Cina ha chiuso il 2014 con una crescita del 7,4%, circa tre volte e mezzo il ritmo di crescita del resto del mondo Cina esclusa. Il consuntivo dell'anno scorso è però inferiore al trend di sviluppo di lungo periodo ed è il più basso degli ultimi 25 anni.

Sotto il **profilo congiunturale** tra gli aspetti da considerare vi è l'ulteriore perdita di slancio del settore industriale, afflitto da sovraccapacità produttiva e costretto a confrontarsi con problematiche ambientali. Rallentano anche gli investimenti fissi, comunque nel 2014 ancora in crescita del 15,3%. Le esportazioni nette sono tornate ad offrire un contributo positivo alla dinamica economica.

Le novità di rilevanza congiunturale si intersecano con **processi di trasformazione di natura più strutturale**. La Cina, infatti, ha da tempo avviato un processo di arricchimento e affinamento della sua strategia economica, una svolta che sta trovando molteplici forme di realizzazione: dal deciso incremento della spesa in R&S alla modernizzazione/potenziamento delle infrastrutture, ai passi per conquistare ruoli di leadership in attività ad elevato valore aggiunto. Gli investimenti esteri (in entrata e in uscita) contribuiranno in misura più ampia del passato a disegnare il profilo economico del Paese.

13

9 aprile
2015

Cina: non poche le argomentazioni per rimanere ottimisti

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

La Cina ha chiuso il 2014 con un tasso di crescita del 7,4%, circa tre volte e mezzo quello del resto del mondo Cina esclusa (2,2%). Il consuntivo dell'anno scorso è però inferiore a quello del biennio precedente (7,7%), al trend di sviluppo di lungo periodo (+9,7% nel decennio 2000-10) ed è il più basso degli ultimi 25 anni. Questo rallentamento pone molti interrogativi a cominciare, ovviamente da quello sulla sua durata/natura: temporaneo appannamento oppure rallentamento strutturale?

Sotto il profilo congiunturale tra gli aspetti da considerare vi è l'ulteriore perdita di slancio del settore industriale, afflitto da sovraccapacità produttiva e costretto a confrontarsi con problematiche ambientali. Parallelamente, in rallentamento risultano gli investimenti fissi, comunque nel 2014 ancora in crescita del 15,3%. Per la prima volta negli ultimi quattro anni le esportazioni nette sono tornate ad offrire un contributo positivo alla dinamica economica. L'avanzo delle partite correnti si posiziona nei pressi del 2% del Pil, confermando la natura strutturale dell'aggiustamento dei conti con l'estero (al 10% nel 2007).

Nell'insieme lo scenario macroeconomico della Cina si presenta positivo o comunque non negativo, seppure non privo di zone d'ombra. Le novità di rilevanza congiunturale si intersecano con processi di trasformazione di natura più strutturale.

La Cina ha da tempo avviato un processo di arricchimento e affinamento della sua strategia industriale, una svolta che ha trovato molteplici forme di realizzazione: dal deciso incremento della spesa in R&S alla modernizzazione/potenziamento delle infrastrutture. In secondo luogo, si sta adoperando per conquistare ruoli di leadership in attività ad elevato valore nelle quali fino a pochi anni fa era poco presente. Inoltre è impegnata ad accrescere la sua produttività, obiettivo raggiungibile considerata la straordinaria capacità d'investimento dimostrata fin qui.

Altro argomento a sostegno di una visione positiva dello sviluppo cinese continua ad essere la considerazione che questo paese rappresenterà una delle aree più dinamiche della domanda globale. A trainare la domanda cinese saranno molteplici circostanze ma in particolare lo sviluppo urbano.

Gli investimenti esteri (in entrata e in uscita) contribuiranno in misura più ampia del passato a disegnare il profilo economico del Paese.

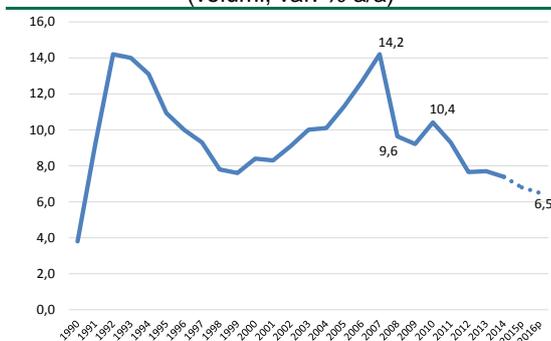
La Cina ha chiuso il 2014 con un tasso di crescita del 7,4%, circa tre volte e mezzo quello del resto del mondo Cina esclusa (2,2%). Il consuntivo dell'anno scorso è però inferiore a quello del biennio precedente (7,7%), al trend di sviluppo di lungo periodo (+9,7% nel decennio 2000-10) ed è il più basso degli ultimi 25 anni.¹

¹ La Cina ha conosciuto un processo di crescita particolarmente intenso. Nel valutare il consuntivo più recente è quindi opportuno non fermarsi al tasso di crescita ma considerare anche la quantificazione di questa crescita in ciascun anno: il montante cui si applica la crescita, infatti, si incrementa negli anni con elevata rapidità. Si ponga il Pil della Cina in termini reali nel 2000 pari a 100; a fine 2010 dopo 10 anni di crescita ad un ritmo medio del 9,7% il Pil risulterà pari a 252,4 montante che sale a 320,6 per effetto dell'ulteriore crescita conseguita nel triennio 2011-13. La crescita del +7,4% realizzata nel 2014 "vale" quindi $320,6 * 7,4\% = 23,7$. La circostanza da sottolineare è che nell'arco dei 14 anni considerati questa quantità (23,7) risulta superata solo una volta. In altre parole le crescite prossime al 10% degli anni precedenti si sono tradotte in un incremento di ricchezza inferiore alla crescita del 7,4% registrata a consuntivo nel 2014.

Questo rallentamento pone molti interrogativi a cominciare, ovviamente da quello sulla sua durata/natura: temporaneo appannamento oppure rallentamento strutturale? Si tratta di una domanda largamente "interessata": pur chiudendo l'anno con un consuntivo non brillante, nel 2014 la Cina ha comunque determinato circa un terzo della crescita economica mondiale. L'Ocse, inoltre, stima che una riduzione per un biennio di due punti percentuali del tasso di crescita annuo della domanda interna cinese provocherebbe una flessione di mezzo punto percentuale del ritmo di sviluppo globale, ripercussione più ampia per il Giappone, più contenuta per Stati Uniti e Europa.

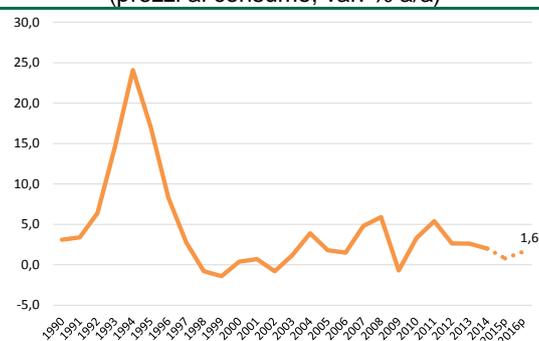
La valutazione dell'andamento della Cina è operazione decisamente complessa e non può essere effettuata limitandosi alle metriche solitamente utilizzate per la valutazione di qualsiasi altro paese. Per acquisire una più chiara visione del futuro è essenziale mantenere ragionevolmente distinti il profilo di breve-medio periodo dai possibili mutamenti strutturali nel posizionamento della Cina nel circuito economico mondiale.

La crescita del Pil
(volumi; var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Fmi e BNP Paribas.

L'andamento dell'inflazione
(prezzi al consumo; var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Fmi e BNP Paribas.

Il quadro congiunturale

La presentazione delle tendenze economiche della Cina può partire dalla dinamica dei prezzi che lo scorso anno hanno registrato un chiaro rallentamento: tra gennaio e dicembre la variazione annua dei prezzi al consumo si è ridotta dal 2,5% all'1,5%, un livello sostanzialmente confermato nei primi mesi dell'anno in corso (+1,4% a febbraio). Nel complesso, quindi, per la dinamica dei prezzi la Cina si posiziona relativamente vicina agli Stati Uniti e decisamente lontana dalla condizione di piena deflazione dell'area euro.

Per quanto riguarda lo sviluppo dal lato dell'offerta una circostanza da considerare con attenzione è l'ulteriore perdita di slancio del settore industriale che nel 2014 ha registrato un incremento del valore aggiunto del 7,0%, lo 0,6% in meno rispetto all'anno precedente e quasi 5 punti percentuali in meno rispetto al biennio 2010-11. Il settore manifatturiero è afflitto da sovraccapacità produttiva e costretto a confrontarsi con problematiche ambientali. Il ridimensionamento di produzioni tecnicamente superate e la debolezza della domanda interna hanno trovato solo parziale compensazione nell'avanzamento di produzioni a più alto contenuto.

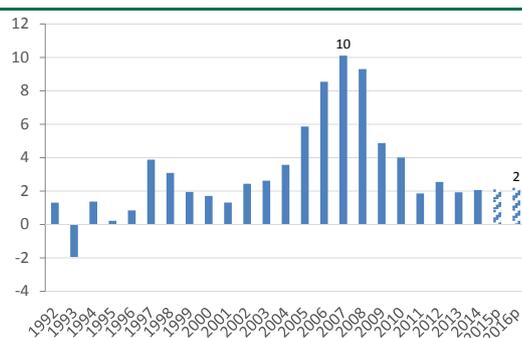
Anche per il settore delle costruzioni si assiste ad un appannamento della dinamica di sviluppo: il pur sempre elevato incremento del valore aggiunto registrato lo scorso anno (+8,9%) è comunque inferiore al 10% del triennio precedente e ancor più al 14%

del 2010. L'andamento declinante delle quotazioni immobiliari (da settembre 2014 in flessione nella quasi totalità delle 70 città oggetto di monitoraggio) riflette i più contenuti flussi di compravendite e induce a ritenere che l'indebolimento dell'attività di costruzione sia destinata a proseguire.

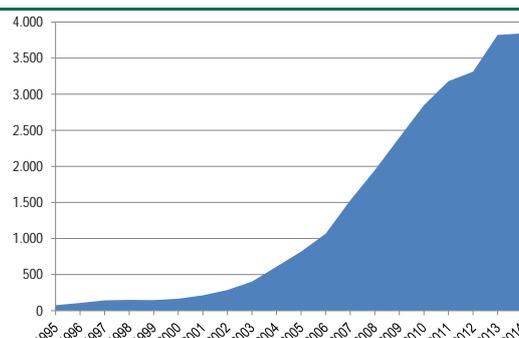
Dal lato della domanda l'aggregato da monitorare con attenzione è quello degli investimenti fissi ancora in progressione a due cifre (+15,3% in termini nominali nel 2014). Anche in questo caso il rallentamento è decisamente evidente (fino al 2012 al di sopra del 20%, nei primi mesi del 2015 al 14% circa). Escludendo il settore immobiliare l'incremento conseguito lo scorso anno sale al 17%. Oltre al rallentamento del comparto industriale, all'origine di questa decelerazione c'è sicuramente la ribadita volontà del governo di ridurre la spinta all'accumulazione di nuovo capitale per lasciare più spazio ad una crescita dei consumi.

Dal lato dell'attività estera le indicazioni sono favorevoli: per la prima volta negli ultimi quattro anni le esportazioni nette sono tornate ad offrire un contributo positivo alla dinamica del circuito economico. Lo scorso anno, infatti, le esportazioni di merci sono cresciute (in valore) del 6,1%, le importazioni appena dell'1%. Il saldo commerciale si è di conseguenza sensibilmente accresciuto (+32%). L'andamento delle esportazioni è sicuramente brillante considerata l'azione avversa svolta da queste due circostanze: la prima è la fase congiunturale complessivamente negativa dell'Unione Europea, principale mercato di sbocco dei prodotti cinesi (15,8% del totale); la seconda è la sfavorevole modifica della parità dello yuan (una quasi invarianza rispetto al dollaro statunitense, una apprezzabile rivalutazione rispetto all'euro). Pur a fronte di un accresciuto disavanzo negli scambi di servizi (a -\$192 mld), ne è derivato un sensibile aumento del saldo merci + servizi (a \$284 mld). Nel complesso, l'avanzo delle partite correnti dovrebbe posizionarsi nei pressi del 2% del Pil, confermando la natura strutturale dell'aggiustamento dei conti con l'estero (al 10% nel 2007).

Saldo delle partite correnti
(in % del Pil)



Riserve valutarie
(in mld \$, a fine periodo)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Ocse.

Fonte: SAFE e People's Bank of China

Gran parte dell'avanzo corrente ha trovato compensazione nei flussi di capitali in uscita. A fine dell'anno la consistenza delle riserve ufficiali (a \$ 3.840 mld) risultava non troppo diversa da quanto rilevato dodici mesi prima. La progressione di questo aggregato rimane comunque impressionante: ancora al di sotto di \$100 mld a fine 1995, si posiziona a \$1 trilione nell'ottobre 2006 e a \$2 trilioni due anni e mezzo dopo (aprile 2009), supera i \$3 trilioni nel marzo 2011 e arriva ad un passo dai \$4 trilioni nell'agosto dello scorso anno, livello da cui è poi leggermente disceso.



Le prospettive di crescita a breve termine

Nel complesso la Cina vive una fase di rallentamento economico, anche se il ritmo di crescita risulta comunque significativo. Le autorità si sono riproposte di conseguire nel 2015 un tasso di crescita del 7%, target che si può ritenere realistico ma non di scontata acquisizione. Nell'ultimo (gennaio 2015) aggiornamento del suo scenario di previsione il Fmi ipotizza, in effetti, che l'obiettivo non venga conseguito (+6,8% nel 2015, +6,3% l'anno seguente). Più ottimista la visione di altre istituzioni internazionali, dall'Asian Development Bank (+7,2% nel 2015) all'Ocse (+7,1%).

Anche di recente le autorità hanno ribadito di essere pronte ad intervenire in ogni modo per conseguire l'obiettivo fissato. Nei mesi appena trascorsi hanno proceduto ad un allentamento monetario. Dopo averlo mantenuto stabile (al 6%) nei precedenti due anni e mezzo, nell'arco di quattro mesi (tra novembre 2014 e la fine di febbraio) la Banca Centrale ha ridotto per due volte il tasso di riferimento (tasso sulle operazioni di rifinanziamento ad un anno, ora al 5,35%); sempre alla fine di febbraio ha fissato al 2,5% quello sui depositi. Parallelamente, ha proceduto anche alla riduzione di mezzo punto del coefficiente di riserva obbligatoria (ora al 19,5%).

L'azione di stimolo dell'economia non si presenta semplice. La politica di accrescere la liquidità monetaria, infatti, è stata (in parte) neutralizzata dal comportamento delle imprese che, ritenendo prossimo un aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti, stanno da alcuni mesi incrementando in misura rilevante i loro depositi all'estero (\$82 mld in febbraio 2015, due terzi circa dell'ammontare dell'intero 2014). A spingere le imprese in questa direzione sono sia motivazioni di natura speculativa (investimenti a breve termine, *hot money*) sia la necessità di limitare le ricadute di questa prospettiva sul loro rilevante debito estero (denominato soprattutto in dollari).

La manovra della leva monetaria, inoltre, rischia di esasperare aspetti di criticità del quadro finanziario interno da tempo sotto osservazione. L'incidenza sul PIL del credito al settore privato è salita di oltre 80 punti percentuali dalla fine del 2007, una crescita lievemente raffreddatasi da inizio 2013. Secondo calcoli di McKinsey² nello stesso periodo l'esposizione debitoria di tutti i settori (finanziario incluso) si è quasi quadruplicata in valore (da \$7,4 a \$28,2 trilioni), aumentando di oltre 120 punti percentuali rispetto al Pil (dal 158 al 282 percento). In particolare, imprese e amministrazioni locali hanno accresciuto fortemente la loro esposizione debitoria accedendo alle risorse del cosiddetto sistema bancario ombra. Lo sviluppo di questo circuito parallelo, particolarmente intenso in Cina, complica non poco i tentativi delle autorità sia di guidare il processo di allocazione delle risorse sia di regolare la dinamica degli aggregati monetari.

Infine è quasi superfluo sottolineare che (come accade ovunque) la gestione dell'esposizione debitoria diventa decisamente difficile quando la dinamica dei prezzi si annulla, condizione non ancora raggiunta ma da cui la Cina non è più molto lontana.

² McKinsey Global Institute, *Debt and (not much) deleveraging*, febbraio 2015. Si stima che in termini relativi (cioè rispetto al Pil) l'esposizione debitoria totale (cioè di tutti i settori) sia in Cina superiore a quanto rilevabile negli Stati Uniti, in Germania o in Canada. Nel documento però si sostiene che in prospettiva l'esposizione risulta gestibile. Le possibili cause di preoccupazione sono tre: l'importante legame (diretto e indiretto) con il settore immobiliare che interesserebbe circa un terzo dell'esposizione debitoria totale; il difficile governo dello *shadow banking system* riferimento per il 30% circa del debito totale; la fragile condizione delle amministrazioni locali titolari di circa un decimo dell'esposizione debitoria complessiva (\$3 trilioni su \$ 28).

Lo scenario a più lungo termine

Le indicazioni proposte disegnano uno scenario macroeconomico della Cina complessivamente positivo o comunque non negativo, seppure non privo di zone d'ombra. Le novità di natura congiunturale si intersecano con processi di trasformazione di spessore più strutturale.

La strategia di sviluppo della Cina si è a lungo basata su un'elevata capacità di investimento e sui rilevanti incrementi di produttività ottenuti dalla trasformazione di una società contadina (arretrata) in una estesa realtà industriale. Questo percorso di sviluppo sta gradualmente perdendo slancio, per effetto di cause esterne ma soprattutto interne. Partendo da queste ultime, uno degli snodi cruciali può essere così (schematicamente) descritto. Tra il 1980 e il 2010 la popolazione cinese in età lavorativa è aumentata di quasi 400 milioni di unità (12-13 milioni l'anno). Negli anni più recenti le sfavorevoli dinamiche demografiche ereditate dal passato³ hanno portato prima ad un rallentamento e poi ad una inversione del processo di crescita di questa cruciale fascia di popolazione: assumendo come riferimento il 2010, circa 15 milioni in meno già nel 2013, con la prospettiva di una riduzione più accentuata nel 2030 (diminuzione superiore ai 50 milioni) e nel 2050 (intorno ai 200 milioni). Questa dinamica si è combinata con il massiccio trasferimento di forza lavoro dal settore primario verso quello secondario. Avendo a disposizione un tale serbatoio di manodopera la Cina è riuscita a realizzare un processo di industrializzazione estensiva come mai visto in precedenza nel mondo, un processo in cui i volumi rappresentavano il metro naturale per ogni misurazione e con un prevalente posizionamento delle produzioni ai primi gradini della scala del valore.

A indebolire questo percorso di crescita economica è stato lo sviluppo della capacità produttiva di altri paesi asiatici che con frequenza crescente si sono aggiudicati le produzioni industriali a minore valore aggiunto. La Cina si è trovata così costretta ad intraprendere un processo di arricchimento e affinamento della sua strategia industriale, una svolta che ha trovato molteplici forme di realizzazione. Si stima⁴, ad esempio, che siano attribuibili alla Cina il 17% degli investimenti in Ricerca & Sviluppo realizzati a livello mondiale (6 punti percentuali in più del Giappone e 6 in meno dell'intera Europa, con una previsione di sorpasso nel 2022 degli Stati Uniti, attuali leader mondiali con il 31%).

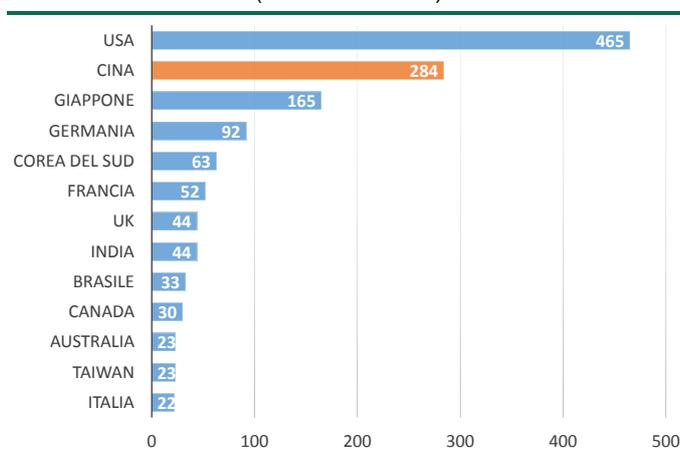
Altrettanto impegno viene profuso nell'ampliare la dotazione di infrastrutture, seppure in questo caso la finalità sia anche quella di compensare la debolezza della domanda interna: alla fine dello scorso anno si è deciso di accelerare un programma di 300 infrastrutture ripartite su sette settori (dai trasporti all'energetico) del valore di circa \$1 trilione. Questi progetti di investimento sono considerevoli non solo sul piano quantitativo ma anche spesso sotto il profilo dell'impatto che presumibilmente avranno sul profilo produttivo del Paese.

³ Tra il 1980 e il 2013 l'età media è cresciuta di oltre 13 anni in Cina a fronte di meno di 7 anni a livello globale, tendenza destinata ad accentuarsi; la quota di popolazione non in età lavorativa attualmente intorno al 32% salirà fino a sfiorare quasi il 50% nel 2050 (fonte ONU, *World Population Prospects: the 2012 Revision, Highlights and Advanced Tables*).

⁴ Battelle, 2014 GLOBAL R&D FUNDING FORECAST, dicembre 2013

Spesa in R&S (2014)

(miliardi di dollari)



Fonte: Battelle

La disamina delle iniziative intraprese per rafforzare la struttura socio-economica potrebbe continuare a lungo. La dimensione dei dati è certamente straordinaria ma altresì uniche sono le dimensioni di questo Paese, oltre che dal lato delle potenzialità anche da quello dei problemi. Una domanda risulta quindi legittima: lo sforzo che la Cina sta dispiegando in questi anni è adeguato per confermare anche nel futuro il successo economico riscosso finora?

Chi formula valutazioni negative sottolinea che le numerose criticità emerse negli anni più recenti non hanno trovato risposte adeguate: dallo sfavorevole profilo demografico alla dispendiosità energetica del circuito produttivo, all'evidente difficoltà di governare il sistema finanziario extra-bancario, alle ricadute di un diverso approccio alla problematica ambientale.

Sono però numerosi anche coloro che rispondono affermativamente alla domanda prima formulata. Tra le argomentazioni da loro proposte⁵ queste sembrano certamente convincenti. La prima mette in evidenza che la Cina ha già da tempo avviato un processo di riposizionamento che ha consentito di risalire numerosi gradini della scala del valore. Un ampio numero di produzioni a limitato valore aggiunto sono state indirizzate verso altri paesi asiatici (Indonesia, Vietnam, etc) con salari (ancora) ridotti. Parallelamente, è sensibilmente aumentata l'importanza del contributo cinese alla realizzazione di produzioni industriali destinate all'esportazione: secondo la Banca Mondiale il contributo delle componenti importate è sceso al 35%, ben lontano dal 60% stimabile a metà degli anni '90.

In secondo luogo, la Cina sta conquistando ruoli di leadership in attività ad elevato valore, nelle quali fino a pochi anni fa era poco presente. Un esempio è quello del settore ferroviario: secondo un recente aggiornamento la Cina avrebbe acquisito contratti per costruire reti ad alta velocità in numerosi paesi (dalla Turchia all'India, allo Sri Lanka), dopo averne realizzati oltre 13mila km nel suo non facile territorio in appena quattro anni. In non pochi casi all'abilità tecnico-produttiva si affianca un significativo supporto finanziario. Oltre che nel campo delle infrastrutture ferroviarie, la Cina si sta rapidamente affermando nella fornitura di materiale rotabile, settore nel quale 10-15 anni fa era largamente dipendente da produttori esteri. Verso la fine dell'anno scorso

⁵ Per sintesi e chiarezza cfr. in particolare i due articoli apparsi su The Economist del 14 marzo 2015.

due imprese statali - CSR e CNR, i più grandi costruttori cinesi di treni - hanno deciso di unire le forze per creare un "leader a livello mondiale nel campo dell'equipaggiamento ferroviario di alta qualità" (congiuntamente oggi 170mila dipendenti, quasi il 50% delle vendite a livello mondiale, fatturato di \$32 mld). L'ascesa della Cina nel settore ferroviario è un percorso che si può immaginare possa essere replicato in altri settori.

In terzo luogo la Cina ha ancora ampi spazi per accrescere la sua produttività, obiettivo raggiungibile considerata la straordinaria capacità d'investimento dimostrata fin qui. Numerosi esempi mostrano che anche in questo caso si tratta di una prospettiva in parte già avviata. Nel 2013 la Cina, superando il Giappone, è diventato il più grande acquirente di robot industriali, con un progresso del 60% rispetto all'anno precedente. Secondo uno studio della IFR (International Federation of Robotics) nel 2017 opereranno in Cina più robot industriali che nell'Unione Europea o in Nord America. La densità di robot industriali rispetto ai dipendenti è però in Cina un decimo di quella riscontrata in Germania e ancora meno di quella del Giappone.

Un altro esempio di accrescimento dell'efficienza del circuito economico è il collegamento ferroviario (oltre 11mila Km) in costruzione tra Chongqing (megalopoli della Cina centrale) e Duisburg in Germania. Una volta realizzato i tempi di trasporto delle merci dalla Cina all'Europa scenderanno da 36 a 13 giorni (è stata definita la nuova via (ferrata) della seta).

L'ultimo argomento a sostegno di una visione positiva dello sviluppo cinese è fornito dalla semplice considerazione che questo paese rappresenterà una delle aree più dinamiche della domanda globale. A trainare la domanda cinese sono molteplici circostanze ma in particolare lo sviluppo urbano. La crescita di spesa pro-capite spingerà la domanda di una larga gamma di beni consumo, a cominciare da quella delle automobili. Tra il 2005 e il 2014 le vendite di autovetture in Cina sono passate da 4 a 20 milioni, un dato quest'ultimo che equivale a circa un quarto del totale mondiale. Attualmente, produzione interna e vendite quasi si equivalgono e i marchi cinesi rappresentano il 40% circa del mercato nazionale. Lo scorso anno il 40% dei profitti dell'industria globale dell'auto risulta realizzato in Cina. Malgrado l'intensa crescita recente, il mercato automobilistico cinese è ancora in una fase iniziale: orientativamente, per ogni mille persone circolano negli Stati Uniti circa 750 autovetture, intorno a 550 nella Ue (poco sopra 600 l'Italia), meno di 100 in Cina.

Gli investimenti esteri

A caratterizzare profondamente il futuro profilo della Cina saranno anche gli investimenti esteri che negli ultimi anni hanno conosciuto un'evidente accelerazione in entrambe le direzioni. Secondo i recenti dati del ministero del commercio, nel 2014 il flusso annuo degli investimenti all'estero avrebbe raggiunto i \$120 mld, accelerando il trend di crescita in atto da tempo (circa \$20 mld nel 2006); nell'ambito di questo ammontare l'80-85% è attivato da imprese non appartenenti al settore finanziario. Una parte rilevante dell'attività d'investimento si realizza attraverso operazioni di fusione e acquisizione (388 lo scorso anno). Tra i mutamenti di natura meno congiunturale, da segnalare quello del coinvolgimento dei paesi sviluppati: lo scorso anno 9 operazioni su 10 hanno coinvolto imprese localizzate in questi paesi, una proporzione largamente superiore a quella del recente passato (4 ogni 10 nel 2010).

Tra i principali paesi destinatari nel 2014 figura anche l'Italia (al sesto posto subito dopo la Francia e prima di Canada e Olanda); nel 2010 il nostro Paese non rientrava nel gruppo di testa. Gli investimenti cinesi in Italia sono ammontati nel 2014 a poco meno di €6 mld, dei quali €2,1 mld costituiti dalla cessione a State Grid Corporation of

China del 35% di CDP Reti, società titolare di quote rilevanti (30% in entrambi i casi) di Snam e Terna. Se nel 2001 erano appena 21 le imprese italiane con una presenza cinese (o di Hong Kong) nel proprio capitale, nel 2014 il loro numero è arrivato a 327 (+55 nell'ultimo anno), con quasi 20mila dipendenti e oltre €7 mld di fatturato⁶.

Gli investimenti all'estero della Cina sono destinati a crescere ulteriormente. Sono molte le circostanze che alimentano questa ipotesi quasi unanimemente condivisa. Tra quelle di natura più congiunturale la convenienza determinata dal significativo processo di rivalutazione dello yuan rispetto all'euro (da oltre 8,3 a fine 2013 all'attuale 6,7). A questo si può aggiungere che i programmi di risanamento della finanza pubblica e i processi di *deleveraging* delle imprese accrescono non poco l'offerta sul mercato (soprattutto in Europa). In un'ottica di più lungo termine si deve invece rilevare che l'investimento all'estero è con crescente frequenza considerato componente non secondaria del processo di sviluppo strategico delle imprese cinesi: si stima siano circa 34mila quelle con investimenti all'estero, in genere investitori stabili.

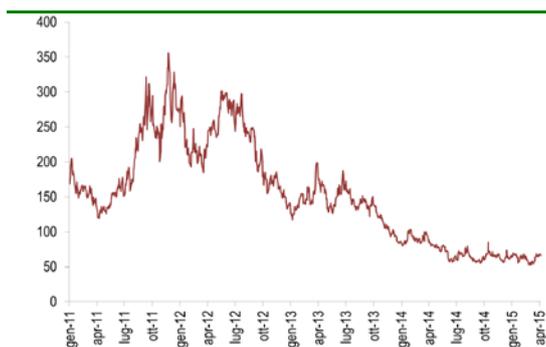
Nel 2014 il flusso degli investimenti all'estero ha sostanzialmente eguagliato quello degli investimenti esteri in entrata (\$120 mld). Da alcuni anni questo flusso in entrata si conferma su livelli relativamente stabili (a \$106 mld nel 2010, a \$115-120 mld nei tre anni successivi). L'aspetto da rilevare è la diminuita importanza di quelli diretti al settore manifatturiero (dal 47% del totale nel 2010 al 33% dello scorso anno) e la contemporanea ascesa di quelli destinati al settore dei servizi (dal 46% al 55%).

Negli ultimi tempi le autorità cinesi hanno avviato una riconsiderazione degli investimenti dall'estero, riconoscendone implicitamente il contributo. L'orientamento è quello di rimuovere una parte consistente delle restrizioni finora esistenti. L'occasione per tradurre questo proposito in realtà è offerta dalla quinta revisione del cosiddetto Catalogo degli investimenti esteri, documento che definisce se e quanto l'investitore estero possa intervenire nello sviluppo di un determinato settore. In pratica le operazioni sono ripartite in quattro categorie (da incoraggiare, da consentire, da limitare, da proibire). Per ognuna di queste categorie vengono periodicamente (ogni tre anni) stabiliti alcuni parametri: l'ammontare minimo dell'investimento estero che richiede specifica autorizzazione, i possibili incentivi (fiscali e non) che possono essere erogati alle imprese straniere che decidono di investire nei settori da promuovere, etc.. La bozza di documento ora in discussione evidenzia una chiara volontà di accrescere le possibilità di inserimento degli investitori esteri: è previsto infatti scendere da 79 a 35 il numero dei settori per i quali sono stabilite restrizioni o condizioni (costituzione di *joint venture* con imprese locali, possibilità di acquisire solo limitate quote di capitale).

⁶ Fonte: Banca dati Reprint Ice-R&P-Politecnico di Milano.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

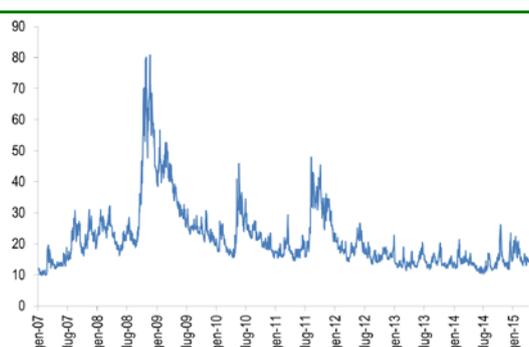
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio rimangono su livelli storicamente bassi. L'indice si attesta a 66.

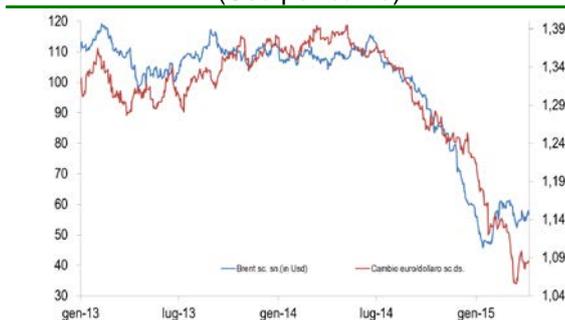
Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix si stabilizza intorno a 14 nell'ultima settimana.

Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ si attesta a 1,09, un livello del 20% inferiore rispetto all'anno precedente. Il prezzo del petrolio di qualità Brent si mantiene sotto i \$60 al barile.

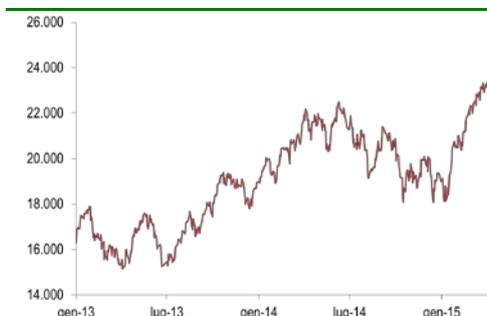
Prezzo dell'oro (Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

L'oro quota 1.204 dollari l'oncia.

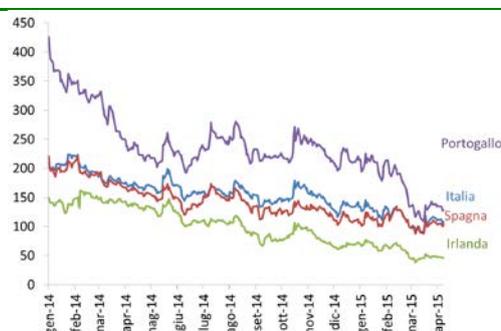
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib segna +24% rispetto a inizio anno. L'indice si attesta a 23.579.

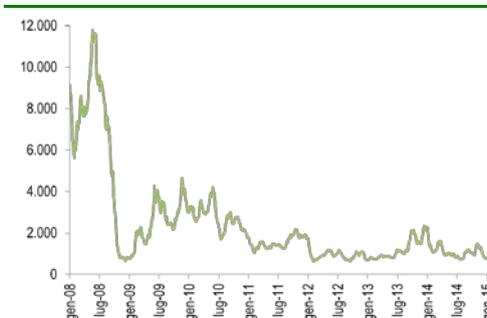
Tassi dei benchmark decennali: differenziale con la Germania (punti base)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 128 pb per il Portogallo, 46 pb per l'Irlanda, 104 pb per la Spagna e 108 pb per l'Italia.

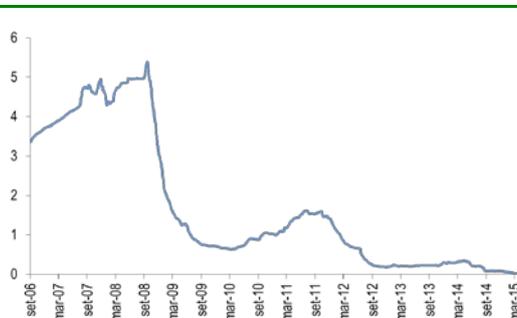
Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry è pari a quota 580.

Euribor 3 mesi (val. %)



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m scende allo 0,02%.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.

