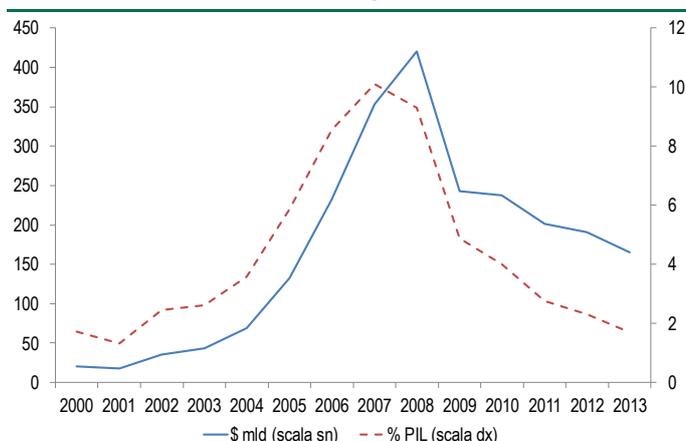


Cina: saldo delle partite correnti



Fonte: SAFE; Oecd, Economic Outlook, maggio 2012 (previsione 2012 – 2013)

La nuova recessione è arrivata al quarto trimestre di **flessione del Pil**, interessando tutte le regioni italiane. Soffrono le realtà con un peso maggiore del comparto manifatturiero. In Abruzzo, nei primi tre mesi dell'anno, le esportazioni si sono ridotte del 4,3% nel confronto con lo stesso periodo del 2011. Il ritorno dell'Abruzzo su un sentiero di sviluppo non può prescindere dal completamento della ricostruzione delle zone colpite dal terremoto del 2009. Ricostruire pensando allo sviluppo vuol dire attivare un processo che abbia al centro i punti di forza della **città dell'Aquila**: università, ricerca e innovazione, turismo. Un progetto che si dimostri capace di attrarre persone e capitali, restituendo alla città dell'Aquila il suo passato, proiettandola verso un futuro moderno.

La riduzione dell'avanzo sull'estero, i progressi del **Renminbi** verso una più ampia circolazione internazionale, i provvedimenti di liberalizzazione delle operazioni finanziarie *cross border* segnalano che la Cina è impegnata a mutare in modo sostanziale la sua posizione nello scenario internazionale. **L'avanzo corrente sull'estero** è sceso da oltre il 10% del Pil nel 2007 al 2,8% nel 2011. Il prossimo anno potrebbe scendere sotto la soglia del 2% del Pil. Parallelamente, il Renminbi ha registrato una intensa rivalutazione tanto che il Fmi lo giudica non più lontano da una valutazione corretta. Numerosi e in alcuni casi importanti i passi in avanti nel processo di liberalizzazione delle operazioni finanziarie *cross border*.

Banca Nazionale del Lavoro – Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002
Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

32

31 agosto
2012

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca per un mondo che cambia

Abruzzo: oltre la crisi con la ricostruzione dell'Aquila

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

In Italia, la nuova recessione è arrivata al quarto trimestre di flessione del Pil. Il peggioramento della congiuntura interessa tutte le regioni, sebbene con intensità differente. Soffrono le realtà con un peso maggiore del comparto manifatturiero. In Abruzzo, l'industria genera il 22,3% del valore aggiunto totale, 4 punti in più della media italiana. Tra gennaio e marzo, la produzione della regione è scesa del 3,5%. L'economia abruzzese sta soffrendo sia il brusco peggioramento delle condizioni della domanda interna sia la graduale flessione delle esportazioni.

Nel I trimestre 2012, le vendite all'estero abruzzesi si sono ridotte del 4,3% nel confronto con lo stesso periodo del 2011, mentre le esportazioni totali dell'Italia, sebbene in rallentamento, hanno proseguito a crescere. La deludente performance dell'Abruzzo è il risultato di una composizione geografica e settoriale non favorevole. Le vendite all'interno della Ue rappresentano il 72,2% del totale, oltre 16 punti in più del dato medio italiano. A livello settoriale, i mezzi di trasporto coprono più del 40% delle esportazioni della regione.

Il ritorno dell'Abruzzo su un sentiero di sviluppo, che si dimostri solido e sostenibile nel lungo periodo, non può prescindere dal completamento della ricostruzione delle zone della provincia dell'Aquila colpite dal terremoto del 2009. Accelerare la ricostruzione e avviare lo sviluppo, queste le priorità segnalate dal Ministero per la coesione territoriale. Ricostruire pensando allo sviluppo vuol dire attivare un processo che abbia al centro i punti di forza della città dell'Aquila: università, ricerca e innovazione, turismo. Un progetto che si dimostri capace di attrarre persone e capitali, restituendo alla città dell'Aquila il suo passato, proiettandola verso un futuro moderno.

Peggiorano le condizioni dell'industria abruzzese

La nuova recessione che sta interessando l'Italia è arrivata al quarto trimestre di flessione. Tra aprile e giugno, il Pil è sceso in termini reali dello 0,7% nel confronto con i tre mesi precedenti. Nell'ultimo anno, il calo complessivo risulta prossimo al 2,5%. Il Pil è tornato circa 7 punti percentuali al di sotto del livello dell'inizio del 2008, non distante dal minimo della precedente recessione, toccato nel II trimestre 2009.

Il peggioramento della congiuntura interessa tutte le regioni italiane, sebbene con intensità differente. L'impatto che la crisi sta avendo a livello territoriale dipende anche dalla composizione settoriale dell'economia locale. Le regioni caratterizzate da un maggior peso del comparto manifatturiero risultano più penalizzate. In Abruzzo, il valore aggiunto prodotto dall'industria è pari al 22,3% del totale, un'incidenza superiore di circa 4 punti percentuali rispetto alla media italiana.

Anche in Abruzzo, come nel resto dell'Italia, la debole ripresa che aveva interessato l'attività produttiva nel corso del 2010, ha gradualmente perso slancio durante lo scorso anno. Nel 2011, il valore aggiunto dell'industria era cresciuto di solo lo 0,6%, segnalando una brusca decelerazione dopo l'aumento di circa il 5% registrato durante l'anno precedente. Alla fine del 2011, l'attività industriale nella regione si posizionava su livelli stabilmente inferiori a quelli precedenti la crisi, con il grado di utilizzo della capacità produttiva su un valore circa 15 punti percentuali più basso di quello del 2008. I dati contenuti nell'indagine del Centro di Studi CRESA delle Camere di Commercio d'Abruzzo hanno segnalato una brusca flessione dell'attività industriale nei primi mesi

del 2012. Tra gennaio e marzo, la produzione ha registrato un calo del 3,5% nel confronto con l'ultimo trimestre dello scorso anno, a fronte di una contrazione del 2,3% rilevata nell'intero sistema industriale italiano. A livello settoriale, in Abruzzo, la flessione della produzione è risultata particolarmente intensa nel comparto della metalmeccanica (-12,1%), in quello dei mezzi di trasporto (-9,7%) e in quello della lavorazione dei minerali non metalliferi (-8%).

Durante questa nuova recessione, l'economia abruzzese sta soffrendo sia il brusco peggioramento delle condizioni della domanda interna sia la graduale flessione delle esportazioni.

Esportazioni in calo, pesa la concentrazione nella Ue e nei mezzi di trasporto

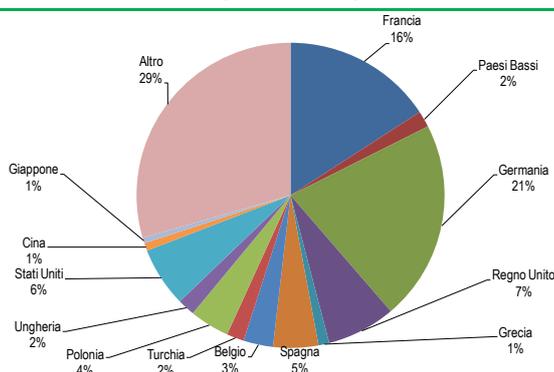
La regione Abruzzo presenta un'alta propensione all'export. Il rapporto tra le esportazioni e il valore aggiunto è pari al 28,5%, circa 2 punti percentuali in più della media italiana. A livello provinciale la situazione è estremamente eterogenea, si va dal 63,6% della provincia di Chieti, un valore pari a quasi il doppio del dato relativo al Nord Ovest, all'8,7% di Pescara.

Le esportazioni della regione Abruzzo stanno registrando un peggioramento più intenso di quello che sta interessando le vendite all'estero dell'Italia. Nel I trimestre 2012, le esportazioni abruzzesi si sono ridotte del 4,3% nel confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente, dopo essere aumentate del 14,7% durante il 2011. In Italia, tra gennaio e marzo la crescita si è, invece, mantenuta positiva, sebbene in rallentamento. Nel 2011, l'Abruzzo non aveva ancora recuperato quanto perso in termini di esportazioni durante la crisi, a differenza di quanto accaduto per l'Italia nel suo complesso.

La deludente performance delle esportazioni della regione è il risultato di una composizione geografica e settoriale non favorevole. In Abruzzo, le vendite all'interno della Ue rappresentano il 72,2% del totale, oltre 16 punti percentuali in più del dato medio italiano. A livello settoriale, i mezzi di trasporto coprono oltre il 40% del totale delle vendite all'estero, a fronte di una quota pari a meno del 10% nella media italiana.

Le esportazioni dell'Abruzzo per paese di destinazione

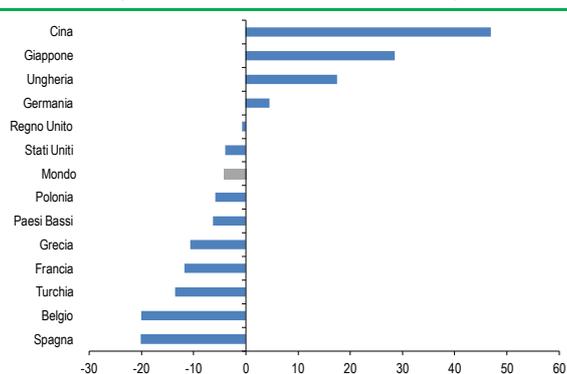
(% del totale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Le esportazioni dell'Abruzzo per paese di destinazione

(var. %; I trim. 2012/I trim. 2011)



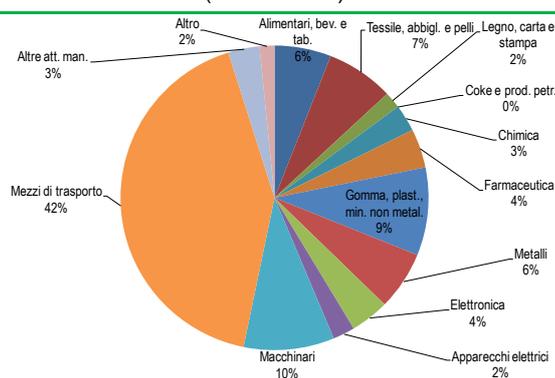
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Nel I trimestre 2012, il calo delle vendite abruzzesi all'estero ha interessato sia le esportazioni nella Ue sia quelle nei paesi extra Ue, marcando una profonda differenza

con l'Italia nel suo complesso. Nei primi tre mesi dell'anno, le esportazioni italiane al di fuori della Ue sono aumentate del 10% nel confronto con il corrispondente periodo dell'anno precedente, mentre quelle abruzzesi si sono ridotte dell'1,3%. A livello di singolo paese, al di fuori della Ue, ha pesato in particolare la flessione delle vendite negli Stati Uniti (-3,9%). In questo mercato, che rappresenta il 6,3% del totale delle esportazioni della regione, oltre la metà delle vendite abruzzesi si concentra nel settore dei computer, apparecchi elettronici e ottici. Il primo mercato di sbocco per le esportazioni abruzzesi rimane la Germania, paese nel quale viene destinato più di un quinto del totale, seguita dalla Francia con una quota del 16%. In questi due mercati, le vendite si concentrano nel settore dei mezzi di trasporto, con un'incidenza sul totale del singolo paese compresa tra il 55% e il 60%. Le vendite di mezzi di trasporto in questi due paesi stanno, però, sperimentando andamenti estremamente differenziati. Nel I trimestre 2012, le esportazioni in Francia si sono ridotte di quasi un terzo, mentre quelle in Germania sono aumentate di quasi il 10%. Nel complesso della regione, le vendite all'estero di mezzi di trasporto sono scese di oltre il 10% nel confronto con i primi tre mesi del 2011. Tra gli altri settori, ha pesato la brusca contrazione delle esportazioni di prodotti dell'elettronica e di quelle di gomma, plastica e minerali non metalliferi.

Le esportazioni dell'Abruzzo per settore merceologico

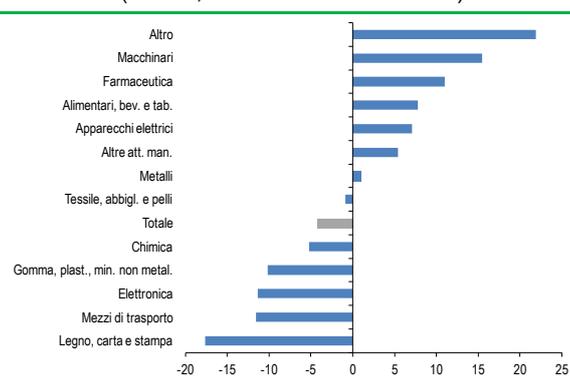
(% del totale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Le esportazioni dell'Abruzzo per settore merceologico

(var. %; I trim. 2012/I trim. 2011)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Peggiorano le condizioni del mercato del lavoro

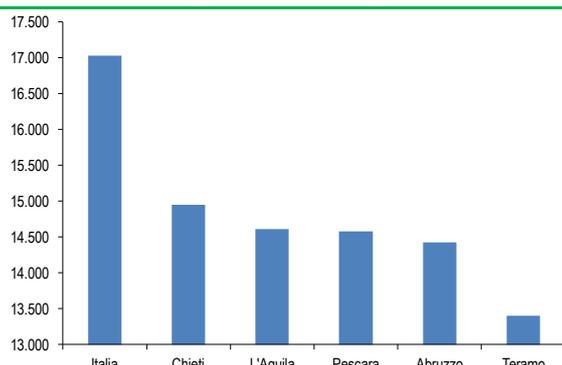
Come per l'economia italiana, la debolezza dei consumi privati, che sta penalizzando la crescita dell'Abruzzo, è il risultato del deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro e dei conseguenti effetti sul reddito e sulla ricchezza delle famiglie.

Nel 2011, gli occupati in Abruzzo sono aumentati di quasi il 3%, un tasso di crescita più ampio di quello registrato nell'Italia nel suo complesso, rimanendo, però, su livelli inferiori a quelli del 2008. Il tasso di occupazione ha raggiunto il 56,8%, un livello in linea con il dato italiano, ma circa 2 punti percentuali al di sotto del livello precedente la recessione. Anche in Abruzzo, la situazione dei più giovani risulta critica. Il tasso di disoccupazione nella fascia di età 15-24 anni è pari al 25,6%, con forti differenze a livello provinciale: si va dal 19% di Chieti al 37% dell'Aquila. Durante lo scorso anno, la crescita degli occupati ha interessato prevalentemente la fascia 55-64 anni, mentre nel raggruppamento 15-34 si è assistito ad una flessione dell'occupazione. Nonostante nella media del 2011 il mercato del lavoro in Abruzzo abbia mostrato segnali di

miglioramento, nella seconda parte dell'anno si è assistito ad un graduale peggioramento, proseguito nei primi mesi del 2012. Secondo i dati del Centro di Studi CRESA delle Camere di Commercio d'Abruzzo, nel I trimestre, l'occupazione nel settore industriale ha registrato una flessione nel confronto con il corrispondente periodo dello scorso anno, con cali significativi nella metalmeccanica, nei minerali non metalliferi e nel legno e mobili.

Reddito disponibile delle famiglie consumatrici pro-capite

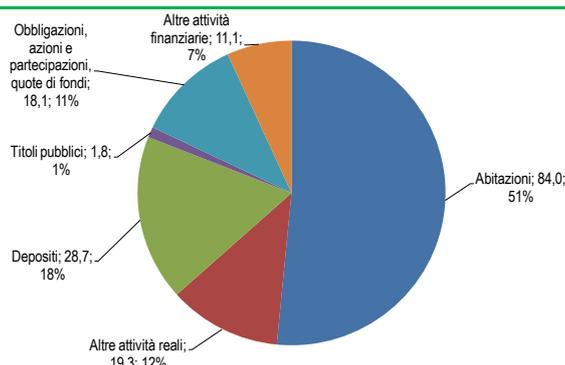
(euro; anno 2010)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Unioncamere-Istituto Guglielmo Tagliacarne

La ricchezza delle famiglie abruzzesi

(miliardi di euro; % del totale; anno 2010)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Il deludente andamento del mercato del lavoro continua a penalizzare l'evoluzione del reddito disponibile lordo delle famiglie, che in Abruzzo nel 2010 è stato pari nel complesso a 19,3 miliardi di euro, in aumento rispetto al 2009, ma ancora al di sotto dei livelli del 2008. In termini pro-capite, il reddito delle famiglie abruzzesi è risultato pari a 14.425 euro, ben al di sotto della media italiana (17.029). A livello provinciale si va dai 13.399 euro di Teramo ai 14.954 di Chieti.

Nonostante una dinamica del reddito non particolarmente soddisfacente, le famiglie abruzzesi continuano a trarre beneficio da una ricchezza che si mantiene su livelli elevati. Nel 2010, la ricchezza complessiva è stata pari a 163 miliardi di euro, l'1,7% del totale nazionale, con una composizione simile a quella media italiana. Le attività reali rappresentano oltre il 60% del totale. Con un valore delle passività pari a 16,6 miliardi di euro, la ricchezza netta è risultata uguale a 146,4 miliardi di euro. La ricchezza delle famiglie abruzzesi è pari a 7,6 volte il reddito disponibile, un valore più basso del dato medio italiano, ma più elevato sia del valore francese sia di quello tedesco.

Ricostruzione della città dell'Aquila e ripresa dell'economia

Superata la crisi del debito che sta colpendo tutta l'economia italiana con estrema severità, il ritorno dell'Abruzzo su un sentiero di sviluppo, che si dimostri solido e sostenibile nel lungo periodo, non potrà prescindere dal completamento della ricostruzione delle zone colpite dal sisma del 2009.

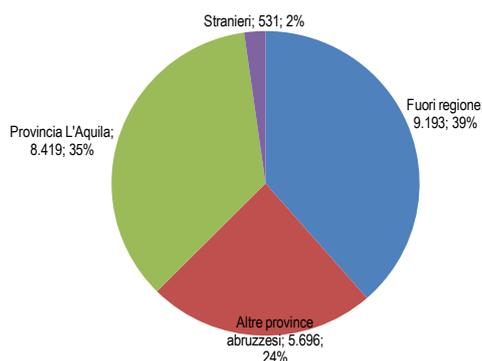
Nella prime righe della relazione presentata dal Ministero per la coesione territoriale in occasione del Forum Ocse "Abruzzo verso il 2030" veniva sottolineato come due fossero le priorità: accelerare la ricostruzione e avviare lo sviluppo. Alcune riflessioni

sulla realtà economica dell'Aquila possono essere utili.

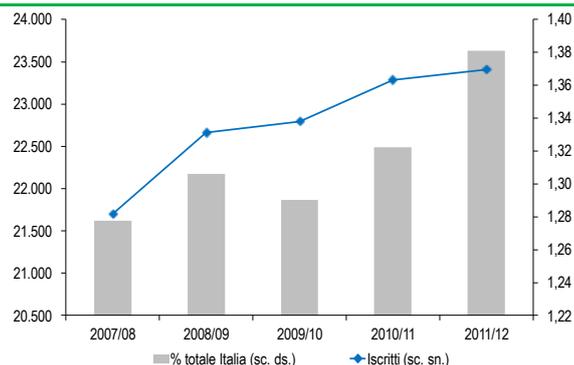
Analizzando i sistemi di generazione del reddito dell'Aquila, l'Università rappresenta senza dubbio un elemento centrale di sviluppo. La popolazione dell'Aquila è pari a circa 72mila abitanti. Gli iscritti all'Università superano le 23mila unità. Con un numero di abitanti pari allo 0,1% della popolazione nazionale, la città dell'Aquila è capace di ospitare l'1,4% degli studenti iscritti alle Università italiane. Oltre il 60% degli studenti proviene da altre province, e di questi oltre 9mila da altre regioni. A livello di singole facoltà, ingegneria, medicina e scienze della formazione attraggono circa la metà degli studenti provenienti da fuori provincia. Tra le regioni, il Lazio risulta essere quella con il maggior numero di iscritti. Appare interessante analizzare gli effetti del terremoto sull'Università. Il numero degli iscritti è rimasto sostanzialmente invariato, risultando nell'anno accademico 2011/12 più alto di quello relativo al periodo precedente il sisma, nonostante il calo degli immatricolati. Il terremoto ha, però, colpito la capacità del sistema universitario aquilano di generare reddito. I danni provocati dal sisma al centro della città, con i conseguenti effetti sulla vita quotidiana delle persone, hanno impattato in maniera significativa sui comportamenti degli studenti, determinando una riduzione della spesa media. Sono aumentati gli iscritti, si sono ridotti gli studenti residenti.

Gli iscritti all'Università dell'Aquila

(anno accademico 2010/11; numero; % del totale)



Gli iscritti all'Università dell'Aquila



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati MIUR Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati MIUR

L'analisi dell'importanza dell'Università deve essere affiancata da un esame delle condizioni del sistema manifatturiero. L'industria produce il 17,8% del valore aggiunto complessivo della provincia dell'Aquila. Un contributo più basso sia del 18,5% relativo all'economia italiana nel suo complesso sia soprattutto del 22,3% dell'Abruzzo. Il sistema manifatturiero aquilano si configura, però, come un polo d'innovazione con rilevanti potenzialità, in parte già sfruttate, di sinergie con l'Università nel campo della ricerca applicata. Tale considerazione appare di particolare rilievo analizzando le criticità che frenano l'attività di ricerca e sviluppo in Abruzzo. Questa regione presenta valori non significativi sia di spesa sia di occupazione nel confronto con le medie italiane, che a loro volta su base europea risultano essere poco soddisfacenti. In Abruzzo, sono impiegati alla ricerca e sviluppo 2,4 addetti per ogni mille abitanti, contro i 3,8 della media nazionale. Le imprese abruzzesi spendono in ricerca e sviluppo lo 0,4% del Pil, un valore inferiore di 0,3 punti percentuali rispetto al dato italiano.

Pensando alla ricostruzione e allo sviluppo, un altro settore dell'economia merita di essere analizzato: il turismo. L'Aquila presenta una forte caratterizzazione turistica, in particolare nel comparto naturalistico-ricreativo. Contiene parti significative di tre parchi

nazionali e 15 riserve naturali. È raggiungibile in meno di due ore da una popolazione di più di 4 milioni di abitanti. Nonostante le potenzialità, il settore turistico all'Aquila, come anche nel complesso della regione Abruzzo, presenta, però, una capacità di attrazione, misurata dalle giornate di presenza nel complesso degli esercizi ricettivi per abitante, minore di quella media italiana. La provincia dell'Aquila si caratterizza, inoltre, per una presenza limitata dei turisti stranieri.

I danni del terremoto sono stati ingenti. Circa un terzo degli oltre 70mila edifici a suo tempo controllati furono giudicati del tutto inagibili, mentre il 16% fu valutato temporaneamente inagibile. Il patrimonio artistico-culturale è stato fortemente danneggiato. Nei primi tre anni, la ricostruzione si è concentrata sugli edifici meno lesionati e sulle zone al di fuori dei centri storici. Al 30 giugno, erano stati stanziati 7,7 miliardi di euro per la ricostruzione, dei quali solo 1,4 utilizzati. Fino ad ora sono state presentate oltre 18mila pratiche per la concessione dei contributi su una platea potenziale di più di 30mila immobili oggetto di intervento di riparazione o ricostruzione.

Visitando il sito del Ministero per la coesione territoriale, nella sezione progetti, oltre ad un intervento che mira a supportare le aree del mezzogiorno con maggiori potenzialità economiche, sono previsti due progetti: "ricostruzione dell'Aquila" e "grande progetto Pompei". La vicinanza tra una città viva, ma da ricostruire, e un sito archeologico, memoria di una tragedia del passato, da valorizzare, porta a fare alcune riflessioni. La riqualificazione del sito archeologico di Pompei riveste un'importanza sia da un punto di vista turistico sia come segnale di una nuova attenzione del paese al proprio patrimonio. Il progetto sulla ricostruzione dell'Aquila ha ovviamente un orizzonte differente. Vi sono sempre interventi sul patrimonio artistico-culturale, importanti per dare una nuova vitalità e nuove prospettive, ma vi sono soprattutto problematiche più profonde, come un rapido ritorno al passato verso una quotidianità persa da oltre tre anni.

Da tempo si discute su quale filosofia seguire nella ricostruzione della città dell'Aquila. Nel forum Ocse è stata evidenziata l'opportunità di realizzare un modello europeo di città, che miri ad accrescere il benessere pro-capite. Occorre aprire un cantiere che alla fine del processo restituisca alla collettività una città con elevati standard in termini di qualità ambientale, efficienza energetica e informazionale. Creare una *smart-city*, realizzando un'equilibrata organizzazione spaziale che ricostruisca i quartieri come sistemi di vicinato per associarvi un'offerta di beni e servizi al fine di razionalizzare la mobilità, riducendone i costi.

Ricostruire pensando allo sviluppo vuol dire attivare un processo che abbia al centro i punti di forza della città: università, ricerca e innovazione, turismo. Un progetto che si dimostri capace di attrarre persone e capitali. Perseguire un modello di università residenziale: L'Aquila città degli studi universitari e della ricerca come fattore di successo nella nuova società della conoscenza. L'investimento nell'Università, oltre ad avere una rilevanza per l'impatto sulla creazione del reddito della città, diviene centrale per favorire un'ancora più intensa collaborazione con le realtà imprenditoriali presenti, al fine di sfruttare i vantaggi della ricerca e dell'innovazione nell'accrescere la competitività dell'intero sistema economico. Il comparto manifatturiero aquilano, sebbene di limitate dimensioni, si qualifica come un polo tecnologico con un'elevata domanda di servizi avanzati. Le esportazioni della provincia si caratterizzano per un alto contenuto tecnologico: la quota di prodotti *high tech* sul totale è superiore al 70%, oltre 30 punti percentuali in più della media italiana. Come già accaduto in altre realtà, L'Aquila deve divenire un centro di ricerca che colleghi l'Università ad altre istituzioni. La città è già sede del Laboratorio Nazionale del Gran Sasso e dell'Istituto Nazionale di Fisica Nucleare. L'importanza del sistema universitario pone al centro della

discussione la gestione della non breve fase di transizione. È opportuno garantire una vitalità che compensi i residenti della diversa vita sociale alla quale sono stati costretti ad adeguarsi, ma soprattutto sia capace di attrarre i giovani per partecipare al processo formativo offerto dall'Università. Diviene necessaria una politica che porti ad un reale sfruttamento delle potenzialità turistiche della provincia, coniugando soggiorni naturalistico-ricreativi con visite del patrimonio architettonico della città dell'Aquila che, sebbene gravemente danneggiato dal terremoto, rimane di inestimabile valore.

Negli ultimi mesi, alcuni passi importanti sono stati compiuti, sia nell'accelerazione della ricostruzione sia nel sostegno allo sviluppo. È stata approvata una normativa che regola l'attività di ricostruzione. Sono stati previsti interventi di sostegno al mondo imprenditoriale. Sono state prese decisioni in favore della ricerca e dell'innovazione. È stato presentato il piano strategico del Gran Sasso Science Institute. Altri passi importanti devono, però, essere compiuti. La creazione di un vero regime fiscale di vantaggio favorirebbe la realizzazione di nuovi investimenti, anche con capitali stranieri, per stimolare un confronto culturale con realtà distanti e differenti. Il successo dell'Irlanda nel gestire la crisi finanziaria mostra l'importanza dell'aspetto fiscale nelle scelte di impiego del capitale produttivo. Scelte coraggiose per restituire alla città dell'Aquila il suo passato, proiettandola verso un futuro moderno.



Una nuova Cina si affaccia sulla scena internazionale

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

La riduzione dell'avanzo sull'estero in corso da alcuni anni, i progressi del Renminbi verso una più ampia circolazione internazionale, i provvedimenti di liberalizzazione delle operazioni finanziarie *cross border* segnalano che la Cina è impegnata a mutare in modo sostanziale la sua posizione nello scenario internazionale.

L'avanzo sull'estero ha subito negli ultimi anni un importante ridimensionamento, passando da oltre il 10% del Pil nel 2007 al 2,8% nel 2011. I dati relativi alla prima parte del 2012 indicano che il trend non è ancora esaurito. Secondo l'Ocse, il prossimo anno l'avanzo corrente potrebbe scendere sotto la soglia del 2% del Pil.

Dal luglio 2005, momento in cui rinunciò alla parità fissa, il Renminbi ha registrato una intensa rivalutazione tanto che il Fmi lo giudica non più lontano da una valutazione corretta. Parallelamente continuano ad essere adottati provvedimenti per favorire una sua più ampia circolazione a livello internazionale, obiettivo tuttavia non ancora vicino.

Numerosi e in alcuni casi importanti i passi in avanti nel processo di liberalizzazione delle operazioni finanziarie *cross border*.

Si riduce l'avanzo sull'estero

La Cina sta rivedendo in profondità i suoi rapporti con l'estero, in un processo che nell'arco del medio periodo potrebbe portare ad un suo strutturale riposizionamento nello scenario economico-finanziario.

Un primo dato da considerare riguarda il saldo dei conti con l'estero. Rispetto al 2007 l'avanzo delle partite correnti risulta nel 2011 ridotto del 43%, a \$202 mld, ammontare inferiore a quello registrato dalla Germania nello stesso anno. Se nel quadriennio in esame le esportazioni di merci e servizi (valutate in dollari) sono cresciute del 55%, l'aumento delle importazioni ha raggiunto l'84%. Valutata rispetto alla dimensione economica del Paese, la flessione dell'avanzo sull'estero è ovviamente ancora più netta: da oltre il 10% del Pil nel 2007 al 2,8% nel 2011. I dati relativi alla prima parte del 2012 confermano ampiamente il trend e secondo l'Ocse¹ il prossimo anno l'avanzo corrente dovrebbe scendere sotto la soglia del 2% del Pil.

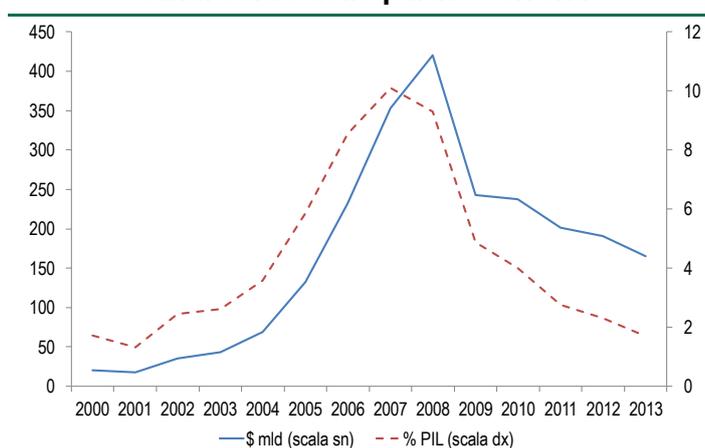
Il sostanziale ridimensionamento di questo importante fattore di squilibrio dell'economia mondiale ha suscitato finora reazioni molto contenute, soprattutto perché del processo di riequilibrio hanno beneficiato molte aree ma non quelle a sviluppo più avanzato. Il disavanzo negli scambi di merci registrato dagli Stati Uniti nei confronti della Cina non solo non si è ridotto ma è addirittura aumentato (\$259 mld nel 2007, \$295 mld nel 2011, \$282 mld il consuntivo atteso per l'anno in corso²). Non troppo diverso lo scenario per la Ue: se si esclude la temporanea riduzione del 2009 conseguenza del forte rallentamento economico dell'area europea, tra il 2007 e il 2011 il disavanzo commerciale con la Cina ha oscillato nel ristretto intervallo €170-156 mld. I dati relativi ai primi cinque mesi di quest'anno lasciano intravedere una timida riduzione del disavanzo, risultato largamente determinato dalla contrazione dell'import europeo

¹ Cfr. Economic Outlook, maggio 2012.

² Proiezione su base annua del risultato conseguito nei primi cinque mesi del 2012.

riflesso della negativa congiuntura economica³. Per quanto riguarda, infine, il Giappone l'intenso processo di contrazione del disavanzo registrato fino al 2010 ha subito una brusca inversione nel 2011, conseguenza dello tsunami e del disastro nucleare; nell'anno in corso il disavanzo commerciale con la Cina potrebbe superare largamente quello del 2007.

Cina: saldo delle partite correnti



Fonte: SAFE; Oecd, Economic Outlook, maggio 2012 (previsione 2012 – 2013)

I fattori che hanno favorito il riequilibrio della posizione esterna della Cina

Secondo gli economisti del Fmi, circa metà della contrazione del saldo esterno della Cina avvenuta nel periodo 2007-11 deve essere attribuita alla sfavorevole evoluzione delle ragioni di scambio.

Un ruolo importante spetta anche al differenziale nel ritmo della crescita con i principali protagonisti dell'economia mondiale. Tale differenziale si mantiene ampio malgrado anche la Cina si trovi in una fase di sensibile rallentamento economico: secondo stime ancora preliminari, nella prima metà del 2012 la Cina è cresciuta in termini reali ad un tasso annuo del 7,8%, quindi 1,4 e 2,6 punti percentuali in meno rispetto al 2011 e al 2010. Il dato relativo al secondo trimestre dell'anno (+7,6% a/a) segnala che il raffreddamento della dinamica economica è ancora in corso, evidenza che alla fine del luglio scorso ha indotto il Fmi a rivedere nuovamente al ribasso la previsione di crescita della Cina per il 2012 (a +8%) e il 2013 (a +8,5%). Nel marzo di quest'anno il premier cinese Wen Jiabao ha pronosticato per il 2012 una crescita anche più modesta (+7,5%, un minimo dal 1990).

Nel ricercare le cause della decisa flessione dell'avanzo con l'estero ampio spazio deve essere attribuito anche al meccanismo di crescita adottato dalla Cina negli ultimi anni. Tra il 2007 e il 2010, infatti, il rapporto tra investimenti e Pil è cresciuto di oltre sei punti percentuali e nel 2011 oltre la metà della crescita complessiva del paese risulta dovuta proprio agli investimenti. L'aspetto però più da evidenziare è che nell'ambito degli investimenti quelli immobiliari e quelli in infrastrutture sono risultati decisamente più importanti del passato. Se il riequilibrio di questo modello di sviluppo avverrà con

³ Nei primi cinque mesi del 2012 il disavanzo commerciale della Ue27 è sceso a €56 mld (€62 mld nel corrispondente periodo del 2011) per effetto di una crescita del 9% dell'export e di una flessione dell'1% dell'import.

una crescita dei consumi ne deriverà una più rapida riduzione dell'avanzo esterno. Nel valutare questa ipotesi si deve considerare che tanto l'investimento immobiliare quanto il rilevante potenziamento delle infrastrutture non sembrano spesso aver sanato la condizione di offerta insufficiente rilevata negli ultimi anni.⁴

La posizione finanziaria sull'estero

Alla fine del 2011 la Cina risultava titolare di attività finanziarie internazionali per \$4.718 mld (circa \$600 miliardi in più dell'anno precedente), per quasi il 70% rappresentate da riserve valutarie (a \$3.266 mld, +\$388 mld rispetto al 2010). Tra le restanti attività figurano gli investimenti diretti (\$364mld) e gli investimenti di portafoglio (\$249 mld). Sempre secondo la stessa agenzia cinese (SAFE, State Administration of Foreign Exchange) alla stessa data le passività finanziarie internazionali ammontavano a \$2.943 mld, per il 61% costituite da investimenti diretti dall'estero e per un altro 9% da investimenti di portafoglio. Nel complesso la posizione netta risulta attiva per \$1.775 mld, ammontare quasi analogo a quello dell'anno precedente. Nell'arco di soli 4 anni la Cina risulta aver raddoppiato la consistenza delle riserve internazionali (\$1.547 mld nel 2007) e l'ammontare della sua posizione finanziaria netta, ora nel mondo seconda solo a quella del Giappone.

L'evoluzione del Renminbi

Nel processo di evoluzione economico-finanziaria della Cina un capitolo sicuramente importante è rappresentato dai mutamenti attesi per il Renminbi (Rmb)⁵ e dal collegato processo di liberalizzazione dei movimenti finanziari. Dal 1997 al luglio 2005 il valore esterno del Rmb è rimasto fisso (a 8,2765 per dollaro statunitense). Successivamente il suo valore è stato fissato avendo come riferimento un paniere composto dalle valute dei quattro principali partner commerciali (dollaro statunitense, euro, yen, won sudcoreano). Ogni mattina le autorità monetarie annunciano la parità di riferimento e poi monitorano l'andamento del mercato per evitare che il rapporto di cambio vada oltre la fascia di oscillazione stabilita attorno alla parità (+/-0,3% fino al maggio 2007; +/-0,5% da allora ad aprile 2012; +/-1% successivamente).

Ne è derivato per il Rmb un intenso processo di rivalutazione, risultato negli ultimi cinque anni in termini reali pari al 24% nei confronti del dollaro statunitense e al 15% rispetto al paniere opportunamente ponderato delle valute dei principali partner commerciali (*Trade Weighted Index*). Prendendo atto di questa ampia correzione, dopo averlo per anni definito "ampiamente sottovalutato", in un suo recente documento il Fmi giudica ora il Rmb solo "moderatamente sottovalutato", in altre parole non più lontano da una valutazione corretta.

In occasione della prossima revisione (2015) il Rmb sarà certamente preso in considerazione per essere incluso nel paniere di valute utilizzate per stabilire il valore dei Diritti Speciali di Prelievo, la valuta scritturale gestita dal Fmi. Si tratta, tuttavia, di un traguardo ancora da raggiungere considerato che al momento il Rmb non ha le caratteristiche necessarie per essere definita una valuta "liberamente utilizzabile".

Molti passi in avanti in questa direzione sono stati comunque compiuti. Attualmente circa l'8% degli scambi commerciali della Cina risultano saldati utilizzando la valuta

⁴ Ad esempio, rispetto al 1995 la rete ferroviaria è cresciuta del 50% ma contemporaneamente il numero dei viaggiatori è raddoppiato e il traffico merci è cresciuto del 150%. La rete ferroviaria cinese è il 6% circa di quella mondiale ma a livello globale la sua domanda di traffico merci è pari al 24% del totale.

⁵ Renminbi e Yuan sono spesso usati in modo intercambiabile anche se in realtà Renminbi è il nome ufficiale della valuta e Yuan è la sua unità di conto.

nazionale. Si tratta di una quota ancora limitata ma raggiunta in tempi molto brevi. Fino a giugno 2009 un'impresa cinese non poteva detenere valuta estera e un'impresa estera non poteva detenere Rmb. La chiusura di una transazione con l'estero era possibile solo con l'intervento della Bank of China. A metà 2009 a titolo sperimentale le imprese residenti in cinque province cinesi vennero autorizzate a saldare direttamente in Rmb le operazioni in essere con imprese di Hong Kong, Macao e di alcuni paesi aderenti all'ASEAN (Association of South-East Asian Nations). Nei mesi successivi questa opportunità è stata gradualmente estesa fino a comprendere l'intero territorio cinese (agosto 2011).

Con una serie di paesi il governo cinese ha poi stretto accordi tendenti a favorire la sistemazione degli scambi commerciali mediante utilizzo delle rispettive valute locali (per ultimo, il Giappone). Un accordo tra le banche di sviluppo dei 5 paesi BRICS prevede l'erogazione di finanziamenti denominati nelle rispettive valute nazionali⁶. Infine, negli ultimi quattro anni, la banca centrale cinese ha firmato accordi bilaterali con le banche centrali di quasi 20 paesi (prevalentemente asiatici e del Pacifico) in cui le parti si impegnano a fornirsi reciprocamente liquidità in caso di difficoltà.

Nel complesso, queste iniziative hanno un limitato impatto immediato, spesso poco più che simbolico, ma indicano chiaramente che il Rmb nel medio-lungo termine aspira a diventare valuta ad ampia circolazione internazionale.

Il processo di liberalizzazione delle operazioni finanziarie *cross border*

Il processo di liberalizzazione delle operazioni finanziarie *cross border* ha fatto in questi ultimi anni numerosi passi in avanti, in alcuni casi relativamente importanti. L'ultimo in ordine cronologico (luglio 2012) è l'autorizzazione concessa alle banche di Hong Kong ad effettuare finanziamenti in Rmb a favore di imprese residenti in Cina. Per ora l'opportunità è riconosciuta solo alle imprese della nuova zona economica di Qianhai (un'area davanti a Hong Kong che si intende potenziare) ma si ipotizza che l'esperimento possa essere esteso presto ad altre aree del paese. Attualmente gli istituti di credito di Hong Kong possono finanziare liberamente solo imprese cinesi con sede nella stessa città mentre per finanziare aziende in Cina devono sottostare a una serie di autorizzazioni, che ora limitatamente alla zona di Qianhai vengono cancellate.

Ben avviato è il mercato dei *dim sum bond*, le obbligazioni in Rmb emesse sulla piazza di Hong Kong e destinate ad investitori interessati ad assumere un'esposizione verso la valuta cinese. Fino al luglio 2010 le uniche istituzioni autorizzate ad effettuare tali emissioni erano le banche cinesi e di Hong Kong. Da allora il mercato ha cominciato a diventare più ampio e articolato: da metà 2010 anche operatori esteri sono stati autorizzati a procedere all'emissione di questi titoli; nell'aprile 2012 è stata effettuata un'emissione a Londra; l'arco delle scadenze coperte comincia ad allungarsi; s'intensifica rapidamente il flusso delle emissioni (nel 2011 circa 250 emissioni per un ammontare che supera i \$20 mld).

Nel giugno scorso, poi, sono stati ridotti sensibilmente i requisiti richiesti ai gestori stranieri per operare sul mercato finanziario cinese ed è stato parallelamente aumentato l'ammontare dell'investimento consentito. A fine giugno le istituzioni autorizzate ad operare erano 172, delle quali 51 hanno iniziato l'attività nei primi sei mesi del 2012. All'insieme di questi operatori erano attribuiti investimenti per \$27 mld,

⁶ Di questo tipo di accordi fa parte anche quello siglato nel giugno scorso tra SACE e China Merchant Bank. Nell'ambito dell'intesa, CMB metterà a disposizione delle aziende italiane sostenute da SACE un'ampia offerta di prodotti finanziari per un totale di 2 miliardi di Renminbi, di cui 1 miliardo riservato alle Pmi.

l'1,1% della capitalizzazione cinese totale, un importo destinato ad aumentare considerato che l'investimento massimo complessivamente autorizzato agli operatori stranieri è stato ora aumentato da \$30 a \$80 mld.

Gli investitori istituzionali stranieri autorizzati possono vendere e comprare azioni di tipo A, azioni emesse da aziende cinesi, denominate in Renminbi e trattate sui mercati di Shanghai e/o Shenzhen. L'investitore straniero autorizzato (Qualified Foreign Institutional Investor) può arrivare a possedere fino al 10% del capitale di una società quotata; non più del 30% del capitale (in precedenza 20%) di una società cinese può appartenere a investitori stranieri.

L'elenco dei provvedimenti adottati negli ultimi anni potrebbe continuare a lungo. Seppure come nel caso dell'apertura del mercato del Rimbimbi si tratti a volte di provvedimenti limitati e/o con effetti diluiti nel tempo, la loro proposizione segnala che l'apertura finanziaria sull'estero fa parte degli obiettivi della politica governativa cinese.

Il processo di apertura sull'estero in prospettiva

Il progetto della Cina di affiancare alla crescita economica una maggiore apertura valutaria e finanziaria verso l'estero fu avviato a metà degli anni '90 ma fu quasi subito interrotto dallo scoppio della crisi finanziaria asiatica (1997). Dopo alcuni anni venne ripreso ma solo con grande cautela, un orientamento che il contagio finanziario della crisi internazionale del 2008-09 ha contribuito a rafforzare.

Nel portare avanti il suo progetto la Cina deve inevitabilmente risolvere alcuni nodi problematici, il primo dei quali è come sottrarre spazio alle altre valute di riserva senza operare rotture traumatiche nel sistema internazionale. Questa esigenza nasce soprattutto dalla rilevante esposizione in essere verso gli Stati Uniti: la Cina detiene titoli emessi dal governo o agenzie statunitensi per circa \$1500 mld, un investimento di cui è in corso un lento ridimensionamento⁷. Il secondo difficile nodo da sciogliere è come procedere all'internazionalizzazione del Rmb e alla parallela liberalizzazione del sistema finanziario senza rinunciare all'attuale sistema di regolazione del credito interno.

Il processo di liberalizzazione sia valutario sia finanziario è quindi destinato a procedere ancora in modo graduale e controllato⁸. La soluzione delle criticità indicate può essere rimandata ma non elusa pena la rinuncia a sanare la sempre più evidente contraddizione tra l'avvenuta avanzata economica e uno sviluppo finanziario del paese ancora iniziale.

⁷ Tra giugno 2011 e maggio 2012 il valore dell'investimento cinese in Treasury Bonds risulta ridotto del 10% (circa \$ 140 mld).

⁸ E. Prasad - Lei (Sandy) Ye, The Renminbi's Role in the Global Monetary System, Brookings Institution, Febbraio 2012.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

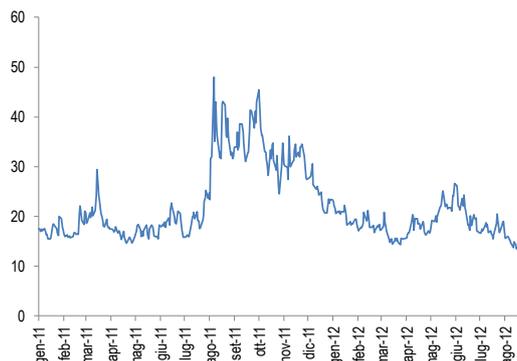
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio nell'ultima settimana salgono da 240 pb a 250 pb.

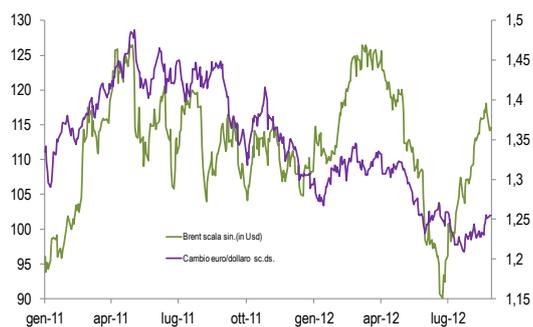
Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix, sale da 16 a 18.

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



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ torna a 1,25. Il petrolio di qualità Brent quota 115\$ al barile.

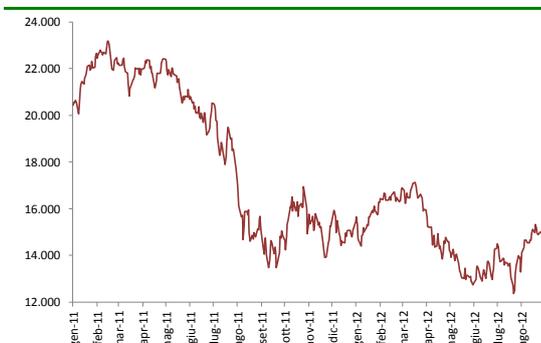
Prezzo dell'oro (Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro oscilla intorno ai 1.650 dollari l'oncia.

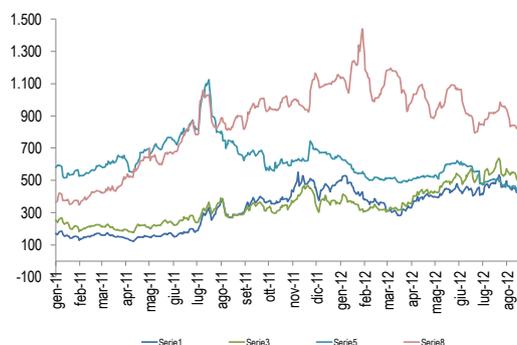
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib nell'ultima settimana tocca quota 15.000 per poi tornare a 14.800.

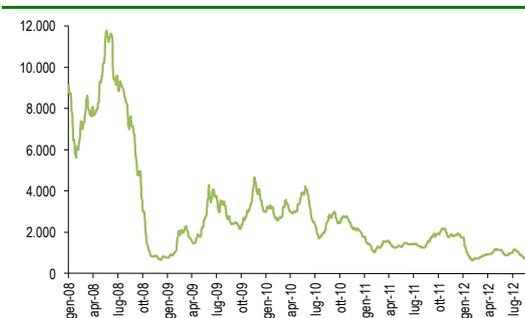
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania
(punti base)**



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 798 pb per il Portogallo, 457 pb per l'Irlanda, 525 pb per la Spagna e 446 pb per l'Italia.

Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice, su valori minimi, permane poco sopra quota 700.

**Euribor 3 mesi
(val. %)**



Fonte: Thomson Reuters

Continua la flessione dell'euribor 3m che scende sotto la soglia 0,3% .

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.