



SISTEMA STATISTICO NAZIONALE
ISTITUTO NAZIONALE DI STATISTICA
ISTITUTO NAZIONALE PER IL COMMERCIO ESTERO

L'Italia nell'economia internazionale

Rapporto ICE 2005-2006

Il Rapporto è stato redatto da un gruppo di lavoro dell'Area Studi, Ricerche e Statistiche dell'ICE.

Coordinamento: Giorgia Giovannetti

Redazione: Massimo Armenise, Chiara Bonassi, Claudio Colacurcio, Alessandra D'Intinosante, Paolo Ferrucci, Francesca Luchetti, Orietta Maizza, Elena Mazzeo, Roberta Mosca, Paola Nardulli, Fabio Pizzino, Alessia Proietti, Marco Saladini, Sergio Sgambato.

Assistenza ed elaborazione dati: Giampiero Testardi e RetItalia Internazionale S.p.A.

Si ringraziano per i suggerimenti e la collaborazione al rapporto: Fabrizio Onida, Sergio de Nardis, Lelio Iapadre, Beniamino Quintieri, Lucia Tajoli e Roberto Tedeschi.

Hanno collaborato alla stesura di riquadri e contributi: Paola Amadei, Silvia Artemi, Roberto Basile, Marco Bellandi, Alessandro Borin, Ludovico Bracci, Silvia Bruschieri, Annalisa Caloffi, Luigi Ceccarini, Stefano Chiarlone, Alessandro Cologni, Sabina Colombo, Luca De Benedictis, Huw Edwards, Andrea Dossena, Natale Renato Fazio, Giovanni Ferri, Alessandro Fiaschi, Marzio Galeotti, Alessandro Girardi, Andrea Goldstein, Daniel Gros, Paolo Guerrieri, Eleonora Iacorossi, Alessandro Lanza, Matteo Manera, Stefano Manzocchi, Daniela Marconi, Augusto Massari, Stefano Micossi, Giandomenico Pasca di Magliano, Carmela Pascucci, Cristina Pensa, Francesco Pensabene, Lucia Piscitello, Cristina Rossi, Luca Salvatici, Laura Serlenga, Fabrizio Traù, Gianfranco Viesti.

La realizzazione del Rapporto è stata possibile grazie al contributo, oltre che dell'ISTAT, anche della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano Cambi.

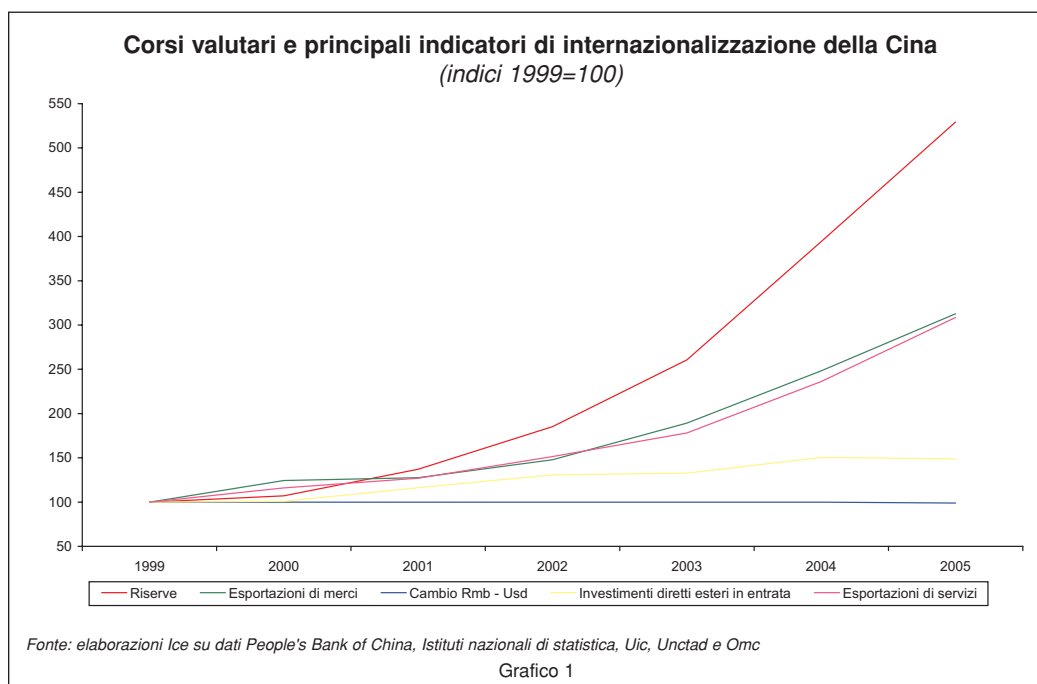
Nel rapporto si fa riferimento anche ai dati riportati nell'Annuario statistico ICE-ISTAT "Commercio estero e attività internazionali delle imprese – edizione 2005", parte integrante della presente pubblicazione.

Il Rapporto è stato chiuso con le informazioni disponibili al 20 giugno 2006. Si tenga presente che in tutte le tavole i dati del 2005 sono provvisori

Cina: andamento del cambio e commercio estero*

Regime dei cambi, riserve ufficiali e flussi commerciali: breve storia, andamenti

Nel corso degli anni ottanta la Cina adottò un sistema di cambi fissi, anche se il Ren min bi (Rmb nel seguito) venne frequentemente svalutato dalle autorità monetarie. Tra il 1988 e il 1993 si passò a un regime di doppio tasso di cambio dove la quotazione ufficiale coesisteva con il tasso determinato dal mercato nei centri di scambio (swap centers). Questi ultimi erano stati creati nel 1988 e rappresentavano un'espansione e una centralizzazione dei mercati valutari locali, emersi sin dai primi anni ottanta soprattutto in connessione con i crescenti flussi commerciali con l'estero. Nei centri di scambio, esportatori, importatori e altre controparti che avevano un eccesso o una scarsità di valuta estera potevano effettuare transazioni a un tasso di cambio determinato dal mercato. All'inizio degli anni novanta il cambio fissato dalle autorità divenne sempre più sopravvalutato, mentre sul mercato libero la moneta cinese prese a svalutarsi. Nel 1994 il tasso ufficiale fu svalutato e unificato con il tasso di cambio di mercato e il regime dei cambi fissi fu ufficialmente trasformato in uno a fluttuazione controllata. Di fatto, però, il Rmb è rimasto agganciato al dollaro statunitense (Usd d'ora in poi) dal 1995 al 2005 (grafico 1).¹



Nel tempo l'accesso dei capitali stranieri alle opportunità di investimento in Cina si è allargato a comprendere forme di investimento di portafoglio e in attività industriali, di servizio e anche di credito. Pur se si è ancora molto lontani da una liberalizzazione completa, l'ingresso della Cina nell'Organizzazione mondiale del commercio (Omc) nel

* Redatto da Marco Saladini.

¹ Wang T. (2004), Exchange rate dynamics in "China's growth and integration into the world economy", a cura di Eswar Prasad, Washington DC, USA, International Monetary Fund.

gennaio 2001 rappresenta a questo proposito un punto di svolta, che ha consentito di fissare una serie di traguardi per le riforme strutturali sulle quali si basa l'apertura dei mercati finanziari. In questa situazione in tumultuosa evoluzione, si è verificato un ingente afflusso di capitali dall'estero a scopo di investimento. Altro fattore che ha contribuito a incentivare l'ingresso di capitali esteri è stata la prospettiva di realizzare un profitto a seguito di un'eventuale rivalutazione del Rmb. Nonostante tali apporti, il saldo delle partite correnti è migliorato, facendo segnare un attivo di 159 miliardi di dollari nel 2005. L'insieme di questi movimenti nelle varie poste della bilancia dei pagamenti cinese si è infine riflesso nella significativa crescita delle riserve ufficiali.

In un'economia aperta, i flussi in entrata, di capitali esteri e di valuta, avrebbero causato una rivalutazione del Rmb e/o una forte spinta inflazionistica. Le autorità monetarie cinesi hanno invece deciso di tenere fermo il cambio Rmb-Usd e di riassorbire i capitali in entrata e parte dei proventi delle vendite oltre confine tramite l'emissione di buoni del Tesoro cinese e con operazioni di acquisto della valuta e di investimento della stessa in buoni del tesoro di altri paesi.² Ne è conseguito un forte incremento delle riserve in valuta pregiata della Banca centrale, che sono aumentate da 155 miliardi nel 1999 a 819 nel 2005, grazie all'intervento di "sterilizzazione" nei modi ora descritti.

Sullo sfondo di una stabilità del cambio tra Rmb e Usd e di oscillazioni nei confronti delle altre monete che hanno riprodotto fedelmente quelle del dollaro, l'internazionalizzazione dell'economia cinese è rapidamente cresciuta. Le esportazioni sono passate da 227 miliardi di dollari nel 1998 a 762 nel 2005 e l'avanzo mercantile da 86 a 98 miliardi, sia pure con consistenti oscillazioni.³ Tra le principali controparti commerciali nel 2005 si trovavano gli Stati Uniti (26,5%), Giappone (12,7%), Germania (5,4%), Corea del sud (5,1%) e Paesi Bassi (4%); l'Unione Europea nel suo complesso pesava per il 23,6% sulle esportazioni cinesi. Sempre tra il 1998 e il 2005 sono aumentati di peso i flussi verso molte delle controparti, con l'esclusione di Francia, America Centro-Meridionale, Regno Unito, Giappone e Stati Uniti. Dal punto di vista dei flussi commerciali e volendo focalizzare l'attenzione su una sola moneta potrebbe aver avuto senso l'aggancio al dollaro, considerata la preminenza delle esportazioni verso il Nord America su quelle verso le altre aree del mondo.

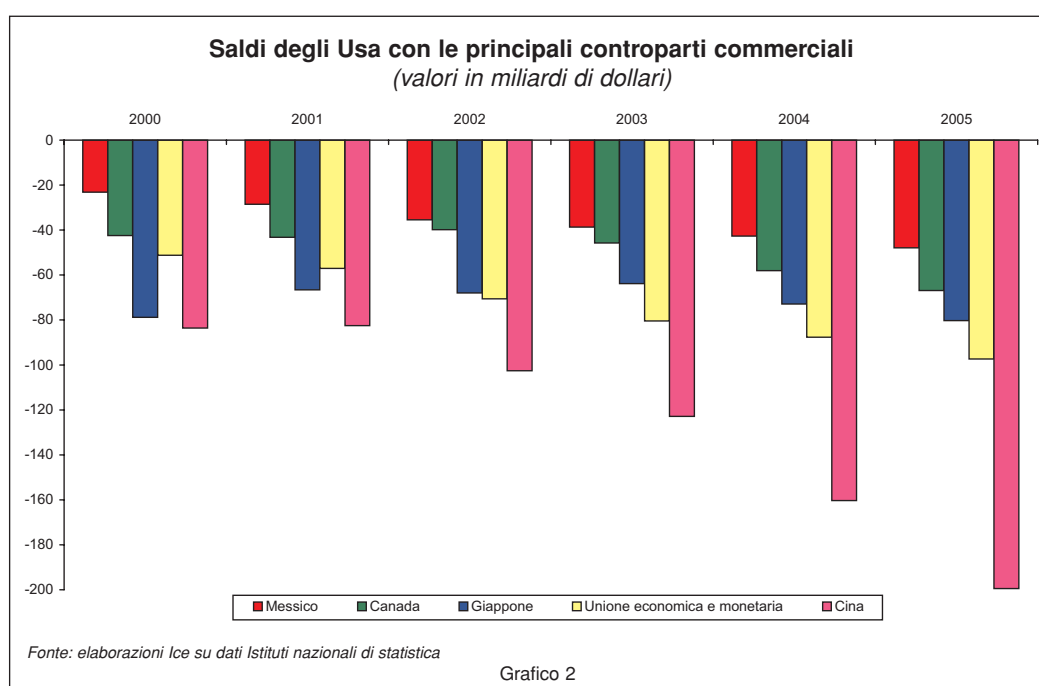
Anche sotto il profilo degli scambi di servizi e degli investimenti diretti esteri (Ide) si è notata negli ultimi anni una crescente internazionalizzazione. La Cina ha visto aumentare in modo piuttosto rapido gli introiti derivanti dalla vendita di servizi commerciali, anche se il saldo è rimasto passivo. Gli investimenti in entrata hanno mostrato una tendenza a crescere in modo più graduale e con qualche incertezza sul finire degli anni novanta, a causa anche delle crisi finanziarie che hanno colpito l'area; sono infatti passati da 45 miliardi di dollari nel 1998 a 41 nel 2000 e poi a 60 nel 2005, quando le consistenze si erano portate a quota 306 miliardi di dollari. La Cina nel 2005 si è classificata al quarto posto nella graduatoria dei paesi beneficiari.

² Il collocamento preferito dalle autorità pare siano i buoni del tesoro a medio e lungo termine emessi in paesi industriali. Da più parti si è ipotizzato che gli acquisti cinesi abbiano contribuito a causare una diminuzione dei rendimenti, anche se le stime in materia sono piuttosto divergenti. Inoltre, secondo alcuni autori la Cina riesce a evitare di pagare un prezzo per la sterilizzazione, di solito pari alla differenza tra il rendimento delle obbligazioni acquistate all'estero e quelle domestiche, in quanto mantiene artificialmente inferiore il prezzo di queste ultime. Tale manovra avrebbe peraltro un costo implicito in quanto è il frutto, assumono gli autori, di una "repressione finanziaria domestica", cui consegue un'allocazione distorta delle risorse. Cfr. E., Rumbaugh T. e Wang Q. Putting the cart before the horse? Capital account liberalization and exchange rate flexibility in China, International Monetary Fund, "IMF policy discussion paper", n. PDP/05/1, p. 12.

³ Il valore citato è costruito attribuendo alla Cina le riesportazioni di Hong Kong di origine cinese, che nel 2005 ammontavano a circa 120 miliardi di dollari, non tenendo conto della parte di tali riesportazioni diretta in Cina.

E' possibile che la stabilità del cambio sia stato un elemento che ha contribuito a incoraggiare la crescita degli investimenti in attività orientate all'esportazione.⁴

D'altro canto, nel lasso di tempo tra metà anni novanta e il 2005 sono venuti aumentando alcuni squilibri di fondo nell'economia mondiale e in particolare si sono ampliati notevolmente i deficit delle partite correnti e di finanza pubblica degli Stati Uniti. Si è acuito pertanto lo sbilanciamento tra paesi in surplus e paesi in deficit, questione che è stata più volte materia di dibattito tra i governi dei principali paesi industriali e tra essi e i governi dei paesi in attivo, primo tra tutti la Cina. Basti pensare che la Cina, che già da qualche tempo vantava il saldo di gran lunga maggiore con gli Usa, ha visto raddoppiare il proprio avanzo, nei confronti dell'economia americana, fino a sfiorare i 200 miliardi di dollari nel 2005 (pari a oltre un quarto dello squilibrio mercantile complessivo degli Stati Uniti, grafico 2).



Sviluppi recenti nelle politiche monetarie e posizioni delle principali controparti commerciali

Chiariti il quadro di fondo e delineati i principali nessi causali, è opportuno ricordare che nel corso del 2005, sull'onda di forti pressioni da parte delle istituzioni statunitensi e internazionali, ma anche facendo leva sul rafforzamento e sull'ispessimento dei mercati finanziari consentito dalle misure introdotte dal governo cinese, quest'ultimo ha messo in atto una riforma del regime dei cambi cui il Rmb è assoggettato.

Dopo un brevissimo esperimento, durato venti minuti e condotto il 29 aprile 2005, le autorità monetarie hanno messo in atto, il 21 luglio 2005, una svalutazione del 2,1% del Rmb, che ha ispirato movimenti nella stessa direzione in altre valute asiatiche.⁵ Allo

⁴ Evidenziando il peso della motivazione economica non si intende diminuire d'importanza le altre motivazioni (politica, finanziaria) della scelta di un rapporto di cambio agganciato al dollaro statunitense.

⁵ Ma G., Ho C., McCauley R. e Remolona E. (2005), Managing the renminbi regime shift, Banca dei regolamenti internazionali, "BIS Quarterly Review", settembre 2005 e European Economic Advisory Group (2006), Report on the European Economy, Munich, Institute for Economic Research.

stesso tempo, hanno annunciato che l'aggancio Rmb-Usd sarebbe stato sostituito da un sistema di fluttuazione controllata contro un paniere di monete del quale non si conosce la composizione, ma che è dominato dalle valute delle principali controparti commerciali della Cina, ovvero dollaro statunitense, yen giapponese, euro e won coreano.⁶ Il nuovo sistema prevede che la Bpc determini ogni giorno il valore del Rmb rispetto al paniere di riferimento, sulla base del corso registrato alla chiusura delle contrattazioni del giorno precedente. Sono consentite oscillazioni di trenta punti base (+/- 0,3%) rispetto al dollaro Usa ovvero, in teoria, dell'1,5% a settimana e di circa il 6% al mese. In realtà, l'apprezzamento nominale del cambio Rmb-Usd che la Banca centrale ha consentito tra giugno 2005 e aprile 2006 è stato del 3,2% in tutto. Se però si calcola il cambio effettivo, ovvero si commisurano le variazioni dei cambi tra Rmb e ciascuna valuta al rilievo dei flussi commerciali tra la Cina e la controparte emittente, emerge che nel 2005 la rivalutazione del tasso di cambio effettivo ha toccato il 9%.⁷

Quanto alla probabilità che il Rmb continui ad apprezzarsi a un ritmo tale da mitigare il peso dell'aggiustamento dei conti con l'estero e nazionali statunitensi, le autorità monetarie cinesi hanno ripetutamente ricordato le conseguenze non solo della rivalutazione del 2005, ma anche di future mosse nella stessa direzione. In estrema sintesi, la tesi delle autorità è che un numero limitato di settori produttivi ha sofferto notevolmente a causa della rivalutazione dell'ultimo anno e che se si proseguisse a passo troppo spedito ne risentirebbero l'attrattività della Cina per gli investimenti diretti esteri e i conti delle filiali cinesi di imprese straniere insediate. Occorre invece, secondo questo punto di vista, un aggiustamento graduale, per consentire a operatori produttivi e finanziari un adattamento non traumatico al nuovo contesto. In un'ottica di medio-lungo periodo, le autorità di Pechino pongono l'accento sulla necessità di guardare non solo al tasso di cambio ma anche ad altri fattori, come la propensione al risparmio e i livelli dei consumi e chiedono che gli Stati Uniti aumentino il passo sulla strada del riequilibrio dei propri conti nazionali, piuttosto che fare esclusivo affidamento sui movimenti del cambio. Ricordano infine come l'accumulazione di riserve maggiori del dovuto sia in parte anche frutto della necessità per i paesi asiatici di tutelarsi da futuri attacchi speculativi, simili a quelli subiti durante la crisi finanziaria del 1997, e fanno presente che, pur se molto maggiori che in passato, le riserve detenute dalla Banca del popolo cinese non sono elevate se rapportate alla popolazione.⁸

Accademici e analisti hanno prodotto a più riprese stime della sottovalutazione del Rmb rispetto al dollaro, a sostegno di questo o quel punto di vista. Tra le valutazioni più elevate si trova quella della rivista *The Economist*, basata sul cosiddetto Big Mac Index (59% a metà 2005); stime contenute, risalenti al 2004, situano il disallineamento del Rmb tra il 5% e il 20-30%.⁹

A chiedere con forza un aggiustamento rapido e di vasta portata erano stati, sia prima che dopo le novità nel regime dei cambi sopra ricordate, alcuni parlamentari statu-

⁶ Secondo alcuni osservatori la principale valuta di riferimento sarebbe ancora il dollaro statunitense.

⁷ La fascia di fluttuazione consentita per i cambi con valute diverse dal dollaro è stata espansa nel settembre 2005 dall'1,5% al 3% giornaliero.

⁸ Zhou Xiaochuan, Remarks on China's trade balance and exchange rate, discorso pronunciato il 20 marzo 2006 e pubblicato all'indirizzo Internet <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=109>.

⁹ Le fonti degli esempi di stime citati sono rispettivamente *Precisely wrong*, *The Economist*, 23 giugno 2005, Wang T., (2004), *op. cit.* e Morris Goldstein, *Renminbi Controversies*, articolo preparato per la conferenza su Istituzioni monetarie e sviluppo economico, tenutasi a Washington DC il 3 novembre 2005, pubblicato all'indirizzo Internet <http://www.iie.com/publications/papers/goldstein1205.pdf>. Per un confronto tra le stime e le metodologie, cfr. Dunaway S. e Li X. (2005), Estimating China's "Equilibrium" real exchange rate, *International Monetary Fund*, "Imf working paper", n. WP/05/02.

nitensi, che avevano proposto dazi ritorsivi dell'ordine del 27,5% sulle importazioni dalla Cina.¹⁰ Tale proposta, finora rimasta lettera morta, avrebbe causato ripercussioni negative non solo per gli esportatori cinesi, ma anche per i consumatori statunitensi. Essa dava per sottinteso che la Cina stesse manipolando intenzionalmente i cambi. A conclusioni opposte è invece giunto, anche grazie all'intensificarsi degli sforzi diplomatici tra i due paesi, il Rapporto sulle politiche internazionali in materia economica e di tassi di cambio, pubblicato dal Tesoro statunitense a maggio 2006. Dopo aver sottolineato la positiva congiuntura attraversata dall'economia Usa, il documento affronta la questione degli squilibri nei conti correnti, ricordando le misure prese per sostenere la crescita della propensione al risparmio nel paese e il buon andamento delle entrate fiscali. Più volte vi si fa cenno alla necessità di vedere l'aggiustamento come una responsabilità condivisa tra paesi. In quest'ottica, il Tesoro riafferma l'importanza di aumentare la flessibilità del cambio Rmb-Usd e indica alle autorità cinesi due altri obiettivi di politica monetaria ovvero il rafforzamento dei consumi interni e la modernizzazione del sistema finanziario. Prende infine atto della volontà di attenuare gli squilibri odierni, espressa dalle autorità cinesi al massimo livello ed esprime insoddisfazione per la lentezza dei progressi fatti in materia di riforma del regime dei cambi e per i rischi di un brusco rientro dagli alti tassi di crescita attuali.¹¹

Pur se l'attribuzione della responsabilità dell'aggiustamento ad altri paesi e l'esortazione a metterlo in atto e/o ad adoperarsi di più in tal senso, hanno ormai assunto un carattere pressoché rituale, non possono sottovalutarsi le difficoltà implicite, per tutte le controparti commerciali, nell'attuale situazione, il cui superamento si prospetta come un processo non privo di rischi.

Una recente rassegna della letteratura etichetta come "ipotesi della nuova Bretton Woods" il lavoro di un gruppo di autori secondo i quali gli squilibri globali sono il frutto della ricerca da parte di alcuni paesi "periferici", tra i quali spicca la Cina, di una crescita economica trainata dalle esportazioni, come strategia di lungo periodo.¹² Altro punto di vista non particolarmente critico è quello di chi ritiene che la globalizzazione dei mercati finanziari abbia avuto un ruolo nel favorire gli squilibri, riducendo la correlazione tra risparmio e investimenti nazionali.¹³ Infine, un'ulteriore visione sostiene che i deficit statunitensi sono il frutto di una crescita più rapida della ricchezza e dell'abbondanza di opportunità di investimento in tale paese rispetto ad altri.¹⁴ Su un versante molto meno

¹⁰ Tale numero era semplicemente il punto medio tra le stime di minima e di massima (15% e 40%) consultate dai proponenti. Nella letteratura sono stati proposti vari tentativi di stima, con metodi econometrici (alcuni segnalati nel testo di questo contributo), del livello di sottovalutazione del Rmb rispetto al dollaro. Per una disamina dei fattori reali che contribuiscono ad alimentare gli squilibri nei conti correnti cfr. la buona sintesi in Wang T. (2004), *op. cit.*, p. 28, che lascia intendere come l'interventismo delle autorità monetarie non abbia del tutto rescisso, alla prova dei fatti, il legame tra l'andamento dell'economia cinese e il tasso di cambio reale del Rmb.

¹¹ Cfr. Snow, J. Statement of Treasury Secretary John W. Snow on the report on international economic and exchange rate policies, 10 maggio 2006, pubblicato all'indirizzo Internet <http://www.treasury.gov/press/releases/js4250.htm>.

¹² Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. (2003), An essay on the revived Bretton Woods system, National Bureau of Economic Research, "Working Paper" n. 9971, cit. in *International Monetary Fund* (2005), *World Economic Outlook*, Washington, International Monetary Fund, pp. 71-72.

¹³ Backus D., Lambert F. (2005), Current account fact and fiction, mimeo, New York, New York University, cit. in *International Monetary Fund* (2005), *op. cit.*

¹⁴ Obstfeld M. e Rogoff K. (2004), The unsustainable U.S. current account position revisited, National Bureau of Economic Research, "Working Paper" n. 10.869, oltre a Roubini, N. e Setser B., 2005, Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon? The risk of a hard landing in 2005-2006, saggio presentato a un convegno organizzato dalla Banca di riserva federale di San Francisco e dell'Università di California sede di Berkeley sul nuovo sistema di Bretton Woods in Asia, tenutosi il 4 febbraio 2006 a San Francisco e a Blanchard O., Giavazzi F. e Sa F. (2005) The U.S. Current Account and the Dollar, National Bureau of Economic Research, "Working Paper" n. 11.137, cit. in *International Monetary Fund* (2005), *op. cit.*