

## Le conseguenze globalizzate delle riserve cinesi

di Romeo Orlandi\*

Dei primi 14 paesi e territori che detengono le più consistenti riserve in valuta straniera, ben 9 sono estremo orientali. Ad eccezione del Giappone, si tratta di nazioni che hanno un debito pubblico sotto controllo, relativamente contenuto, congiuntamente a un sostanziale equilibrio dei conti macroeconomici. Nella maggioranza dei casi, esse hanno seguito un percorso virtuoso, con un'accelerazione potente delle capacità produttive, premessa indispensabile per le esportazioni e l'ingresso di valuta straniera. Non sono inoltre state estranee cause apparentemente extraeconomiche, come la tradizionale parsimonia legata a civiltà (ex) contadine e la prudenza negli acquisti non necessari. In realtà, la frugalità asiatica ha finanziato la prodigalità dei paesi industrializzati, una compensazione eccentrica ma funzionante. Fino allo scoppio della crisi nel 2008, si registrava la bizzarra situazione, in cui i risparmi dei contadini asiatici costituivano la sicurezza dei consumi europei e nordamericani. Questo "equilibrio disequilibrato" è stato messo in dubbio dalla violenza della crisi e oggi le immense accumulazioni in Oriente svolgono un ruolo che valica la consueta garanzia, la sicurezza cioè che i consumi in deficit sarebbero stati comunque ripagati. È infatti proprio l'uso – l'impiego e la destinazione – delle riserve ad essere in grado di alterare equilibri precari. Nella crisi, anche se l'offerta di moneta dalle banche centrali è in aumento, la disponibilità di riserve diviene un'arma strategica, non soltanto economica. In particolare, la Cina è il perno di questa redistribuzione perché la consistenza delle sue riserve è ormai a livelli irraggiungibili per gli altri paesi. Il Giappone, secondo in graduatoria, è in possesso di 1.200 miliardi di dollari statunitensi, soltanto poco più di  $\frac{1}{3}$  rispetto a quanto detenuto dalla Cina: +3.400 miliardi di dollari nell'aprile 2013. Questo ruolo della Cina è stato analizzato soprattutto per le conseguenze esterne. Gli impieghi di Pechino si sono indirizzati in prevalenza verso l'acquisto del debito pubblico dei maggiori paesi industrializzati. Non vengono pubblicati dati sulla loro composizione, ma è comunemente ritenuto che la porzione più importante (circa metà del totale) sia rappresentata da acquisti di Treasury Bond e altri titoli di Stato di Washington, seguiti ad ancora lunga distanza da acquisti in Euro. La gestione delle riserve è affidata alla Safe, State Administration of Foreign Exchange, diretta espressione dell'Esecutivo. Da essa hanno avuto origine 2 distinti fondi sovrani, la Sic (Safe Investment Company) e la CIC (China Investment Corporation). Dopo una serie negativa di investimenti finanziari all'estero, Pechino ha deciso di razionalizzare l'intervento ed ha recentemente aperto una filiale a Wall Street per diversificare i suoi impieghi, acquisendo stock, private equity, real estate. L'obiettivo è disancorarsi dal debito pubblico Usa. Sono note le ripercussioni politiche

\* Vice Presidente Osservatorio Asia

che una tale dipendenza comporta. Pechino è infatti costretta a continuare a comprare titoli denominati in dollari (anche se la consistenza è anch'essa sconosciuta) per tenerne alto il corso (e dunque non vanificare i suoi risparmi), riducendo altresì il valore del renminbi, essenziale per il flusso esportativo (peraltro anch'esso pericolosamente in calo). L'apprezzamento "spontaneo" ma comunque controllato del Renminbi ha in aggiunta tacitato la maggior parte delle accuse a Pechino di manipolare il valore della sua divisa. La Cina si trova dunque a continuare a gestire questa anomalia, alla quale non riesce a trovare una soluzione che non sconfini negli ambiti più espressamente politici.

Cosa fare dunque dell'immensa dotazione di riserve permea il dibattito che si è acceso all'interno del paese. Per ora la discussione non coinvolge ufficialmente il centro del potere, cioè l'Ufficio Politico del Pcc. È stata concessa una delega ad esplorare la questione ad accademici, dirigenti, giornalisti. La decisione è ovviamente non ufficiale, inedita, insicura negli approdi. Esistono due estremi concettuali che semplificano l'analisi: la conservazione dello status quo e l'innovazione radicale. In mezzo esistono le infinite soluzioni intermedie. Il realismo delle prime posizioni è stato finora vincente. Si basa su un tacito accordo con gli Stati Uniti per continuare ad acquistare dollari, eventualmente proponendo a Washington blandizie e minacce di diversificare gli impieghi (acquistando più Euro ad esempio). Questa impostazione continuerebbe lo squilibrio, accentuando la contraddizione di un paese di medio reddito che continua a finanziare un altro di ricchezza ben più elevata. Si tratterebbe di una scelta obbligata, legata alla stabilità e alla prospettiva futura. La Cina continuerebbe così ad avere una bilancia commerciale in attivo, il cui flusso andrebbe ad aumentare le riserve. Ad esso si aggiungerebbe il valore degli investimenti in entrata, perché il paese è ancora il magnete più potente per gli investimenti produttivi delle multinazionali. La decisione sottende l'idea che sia impossibile, almeno nel breve periodo, rinunciare al traino dell'export netto per la crescita del Pil. Di conseguenza, è opportuno finanziare i consumi oltre la Grande Muraglia, aiutandoli viepiù con l'offerta di prodotti cinesi a basso costo. Non cambierebbe dunque la sostanza del modello cinese: ad un'altra generazione viene chiesto di sacrificarsi – o almeno di rinviare una prosperità più radicata – in cambio del rafforzamento dell'economia del paese. La prevalenza di un modello quantitativo sarà messa in discussione soltanto per gli aggiustamenti fisiologici, ma non verrà rinnegata l'idea della Cina "fabbrica del mondo". Fletteranno soltanto le lavorazioni a minore valore aggiunto, ma il cambiamento sarà più lento del dovuto. Le produzioni di acciaio, cemento, vetro, beni di consumo saranno ancora centrali. Non va infine dimenticato il realismo – se non il pessimismo – che giustifica la conservazione. La dirigenza è consapevole di aver messo in moto un meccanismo che forse non riesce a controllare compiutamente. Il tentativo di limitare le attività speculative dei governi locali, con la lottizzazione dei terreni, è riuscito solo parzialmente, così come quello di ridurre l'offerta di moneta. Il sistema diffuso dello shadow banking ha raggiunto livelli stratosferici e fuori controllo, indirizzato verso un'economia mai satura di investimenti. La massiccia iniezione di liquidità nel sistema nel 2009, per sostenere la domanda globale dopo lo scoppio della crisi, è stata in realtà canalizzata verso impieghi non sempre desiderati. Ne hanno beneficiato ancora una volta gli investimenti e l'intervento, originariamente inteso ad avviare i consumi, ha privilegiato le costruzioni, le infrastrutture, la produzione di merci. Non sono estranei a questa eterogenesi dei fini le antiche inefficienze del sistema: l'opacità del sistema bancario, il controllo incompleto di Pechino sulle amministrazioni

locali, la corruzione e la potente "lobby del mattone" composta da speculatori, costruttori e funzionari periferici. L'incapacità di riformare un sistema ormai radicato suggerirebbe dunque la prudenza, un male necessario per evitare instabilità ancora più pericolose. Laddove si confermasse questa impostazione, la composizione dell'import rimarrebbe sostanzialmente invariata. La Cina continuerebbe ad acquistare ciò di cui ha bisogno: materie prime e tecnologia. Rimarrebbe ancora escluso, come tradizionalmente è successo, il gigantesco macrosettore dei beni di consumo, ad eccezione di ciò che si caratterizza come lusso.

All'altra estremità del dibattito risiede la convinzione che la Cina sia sufficientemente matura per stabilire una propria posizione autonoma. La prudenza nel continuare ad acquisire asset statunitensi può cambiare con un'assunzione di ruolo e responsabilità che le dimensioni della Cina oggi consentono. Se il valore delle riserve dovesse arretrare per il deprezzamento del dollaro, sarebbe un sacrificio compensato dalla maggiore indipendenza, senza rimanere prigionieri a lungo dei propri debitori. Le riserve potrebbero acquistare tecnologia dell'estero (già in atto, per modernizzare velocemente il paese) e soprattutto per migliorare le condizioni di vita della popolazione. Sarebbe una redistribuzione del reddito verso chi in realtà l'ha prodotto. Una linea di pensiero più spiccatamente sociale ha individuato in pochi ma cruciali settori la direzione dell'intervento. Una riforma del welfare è ineludibile, dopo le restrizioni intervenute nel post-maoismo. L'incertezza sul futuro (che trattiene i risparmi) potrebbe essere allentata, insieme a riforme strutturali come l'eliminazione della politica del figlio unico, del numero chiuso all'Università e all'introduzione di misure fiscali che alleggeriscano gli oneri per acquistare un'abitazione. Sono misure alternative, più nazionaliste e forse più rischiose, al finanziamento degli acquisti di titoli da un paese ritenuto lontano e spesso ostile.

Sul versante economico si trovano altrettante motivazioni. La crisi ha dimostrato l'instabilità di un modello basato sulle esportazioni, sia esso investment o export-led growth. È diffusa la convinzione che sia necessaria una struttura più equilibrata, dove i consumi pubblici e soprattutto privati assumano un ruolo confacente allo sviluppo raggiunto dal paese. È il passaggio a una domestic-led growth. Proprio a essa mira il recente aumento dei salari deciso dal governo. L'ambizione è di riscattare la connotazione della Cina come titanica macchina da merci, attrazione ineguagliabile per le multinazionali che vogliono produrre beni di basso valore unitario. L'aumento del costo del lavoro rende più onerose le lavorazioni labour intensive e indirettamente stimola la ricerca di soluzioni più sofisticate, sia per gli imprenditori cinesi che internazionali. Mentre si trasferiscono nei più economici paesi limitrofi i settori maturi, si aumentano i salari nell'obiettivo immediato di stimolare i consumi interni. Non ultima, la decisione pensa anche a riequilibrare una distribuzione del reddito che aveva raggiunto livelli platealmente incoerenti per un paese che almeno ufficialmente si ispira a ideologie egualitarie. Conseguenze immediate e dirette di questa politica sarebbero la rivalutazione del renminbi e politica economica più incline alle importazioni. Ne trarrebbero vantaggio diretto i paesi che hanno tradizionalmente una composizione sofisticata delle esportazioni, sia nei beni di consumo che in quelli strumentali.

La novità del dibattito risiede nell'urgenza delle decisioni. La nuova dirigenza ha di fronte a sé un ventaglio di problemi connessi e complicati, ma non può più rimandarli. Un ciclo di straordinario successo economico ha probabilmente esaurito il suo compito. Non va consegnato alla storia, ma non può neanche essere duplicato all'infinito. La dirigenza tende a

preservare la stabilità con lo sviluppo, ma alcune contraddizioni potrebbero divenire laceranti: le differenze di reddito, la corruzione, l'inquinamento, la mancata soddisfazione dei bisogni che sono stati indotti proprio dalla crescita. Le dimensioni del paese interessano l'intera globalizzazione. Ecco perché una modifica dell'impiego delle riserve valutarie avrà ripercussioni su tutte le variabili macroeconomiche e sugli interi assetti geo-strategici.